

**SVEUČILIŠTE U SPLITU**  
**EKONOMSKI FAKULTET**



**DIPLOMSKI RAD**

**-Statistička analiza inozemne zaduženosti Hrvatske u  
razdoblju od 1990.-2013. godine-**

**MENTOR:**

**Prof.dr. sc Ante Rozga**

**STUDENT:**

**Marija Gudelj univ. bacc.oec**

**MATIČNI BROJ: 2130483**

**Split, rujan 2016.**

# SADRŽAJ:

<b>1. UVOD .....</b>	<b>2</b>
1.1.Problem istraživanja.....	2
1.2.Predmet istraživanja.....	3
1.3.Istraživačke hipoteze.....	4
1.4.Ciljevi rada .....	4
1.5.Metode istraživanja.....	5
1.6.Doprinos istraživanja .....	6
1.7.Struktura rada .....	7
<b>2. POJAM I ZNAČAJ INOZEMNE ZADUŽENOSTI.....</b>	<b>8</b>
2.1.Pojam i definicija inozemnog duga.....	8
2.2.Uzroci inozemne zaduženosti .....	11
2.3.Održivost inozemnog duga .....	12
2.4.Pokazatelji zaduženosti .....	14
<b>3. ANALIZA INOZEMNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE .....</b>	<b>18</b>
3.1.Problem naslijeđenog duga .....	18
3.2.Analiza inozemnog duga u okviru cjelokupne makroekonomske politike .....	20
3.2.1 Gospodarske prilike u zemlji 90ih godina .....	21
3.2.2. Uloga i značaj stabilizacijskog programa za hrvatsku ekonomiju.....	22
3.2.3. Analiza gospodarskih kretanja i inozemnog duga u predkriznom razdoblju .....	28
3.2.4. Analiza bruto inozemnog duga prema domaćim sektorima u predkriznom razdoblju .....	29
3.2.5. Analiza gospodarskih kretanja i inozemnog duga za vrijeme krize .....	35
3.2.6. Analiza bruto inozemnog duga prema domaćim sektorima za vrijeme krize .....	37
3.3. Analiza održivosti bruto inozemnog duga .....	41
3.3.1. Analiza pokazatelja stanja bruto inozemnog duga.....	41
3.3.2. Analiza pokazatelja tijekom bruto inozemnog duga .....	45
<b>4. STATISTIČKA ANALIZA ODABRANIH DETERMINANTI NA KRETANJE BRUTO INOZEMNOG DUGA ZA VRIJEME KRIZE .....</b>	<b>50</b>
4.1.Osvrt na prethodna istraživanja .....	50
4.2.Definicija modela i varijabli .....	51
4.2.1. Model višestruke regresije .....	52
4.2.2. Analiza varijabli korištenih u modelu .....	54
4.3.Model višestruke regresije inozemnog duga za vrijeme krize.....	56
<b>5. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>63</b>

# **1. UVOD**

## **1.1.Problem istraživanja**

Prije 20-ak godina Republika Hrvatska je iz socijalističkog prešla u kapitalističko društvo. Tranzicija u drugačiju ekonomsku orijentaciju zahtijevala je povećanje troškova koji se nisu mogli financirati niskom nacionalnom štednjom. Naslijeđeni dugovi, tranzicija financijskog sektora i restrukturiranje realnog sektora samo su dio problema za čije rješavanje Hrvatska nije imala dovoljno vlastitih sredstava, te je morala posegnuti za zaduživanjem iz inozemstva. S obzirom na nisku razinu nacionalne štednje, inozemni kapital je u posljednjih 20-ak godina u značajnim količinama pritjecao u Hrvatsku kako bi se intezivirali investicijski projekti, restrukturiralo gospodarstvo, financirala domaća potražnja te podržavale stope gospodarskog rasta.

Iako ekonomska teorija sugerira da je tranzicijskim zemljama potrebna određena razina vanjskog zaduženja kako bi potaknule i ubrzale gospodarski rast, problem u Hrvatskoj, ali i u većini tranzicijskih zemalja je taj što se sredstva pribavljena zaduživanjem u inozemstvu nisu u dovoljnoj mjeri koristila za profitabilne ciljeve. Raspoloživost povoljnog kreditiranja, državna potrošnja i investicijske aktivnosti u javnim poduzećima godinama su utjecali na solidan gospodarski rast zemlje, ali izostanak ulaganja u profitabilne ciljeve, proizvodne djelatnosti, povećanje konkurentnosti domaćih proizvođača i izvozno orijentirane sektore doveli su do kontinuiranog rasta inozemne zaduženosti i sve većih problema po pitanju servisiranja inozemnih obveza.

Ekonomska politika je godinama zanemarivala pitanje inozemne zaduženosti. Tek kada je inozemni dug prešao kritičnu granicu od 80% BDP-a, nositelji ekonomske politike su se intezivnije počeli baviti ovom tematikom. S druge strane, ekonomska znanost je već krajem devedesetih upozoravala na dugoročno neodrživu situaciju ukoliko ekonomska politika nastavi provoditi populističke i kratkoročne reforme koje se temelje na zaduženosti i prodaji državne imovine. Brojna istraživanja su predviđala da će Hrvatska imati probleme sa servisiranjem inozemnih obveza ukoliko se nastavi zaduživati istom dinamikom i načinom upotrebe sredstava.

Visoko zadužene zemlje su iznimno osjetljive na eksterne šokove, te uvelike ovise o turbulencijama na međunarodnim financijskim tržištima. Tako ni hrvatsko gospodarstvo nije

ostalo imuno na utjecaj ekonomske krize iz 2008. godine. Kriza je snažno djelovala na gospodarska kretanja u hrvatskoj ekonomiji koja se našla pred drastičnim padom BDP-a, zaposlenosti, investicija, potrošnje i ostalih makroekonomskih pokazatelja. Sve to još je više utjecalo na porast inozemne zaduženosti po nepovoljnijim uvjetima negoli je to bilo prije krize. Inozemni dug se nastavio povećavati, ali budući da rast inozemnog duga nije pratio porast BDP-a, došlo se u situaciju da se sve više opterećuje gospodarstvo. Štoviše, prevelika inozemna zaduženost danas predstavlja opasnost za makroekonomsku stabilnost i veliko ograničenje za budući razvoj zemlje.

## **1.2. Predmet istraživanja**

Iz navedenog problema istraživanja izveden je predmet istraživanja. Predmet istraživanja ovog diplomskog rada je teorijska i empirijska razrada inozemne zaduženosti Republike Hrvatske od osamostaljenja do danas, s naglaskom na problem (pre)zaduženosti uslijed globalne ekonomske krize. Kako bi se utvrdilo je li u razdoblju ekonomske krize došlo do negativnih trendova po pitanju održivosti inozemnog duga Hrvatske, analizirati će se pokazatelji stanja i tijeka inozemne zaduženosti za vrijeme krize i usporediti s onim iz predkriznog razdoblja. Uz to analizirati će se i utjecaj odabranih determinanti, koje uvelike utječu na održivost inozemnog duga, na kretanje bruto inozemnog dug za vrijeme krize. Determinante čiji će se utjecaj na održivost inozemnog duga Hrvatske promatrati u ovom radu odabrane su na temelju prethodnih istraživanja, a to su: deficit državnog proračuna, kamatni diferencijal, saldo vanjskotrgovinske razmjene te realni efektivni tečaj kune.

### **1.3 Istraživačke hipoteze**

Na temelju definiranog problema i predmeta istraživanja definiraju se sljedeće hipoteze:

H<sub>1</sub>: Makroekonomska kretanja za vrijeme globalne ekonomske krize negativno su utjecala na održivost inozemnog duga Republike Hrvatske

H<sub>2</sub>: Deficit državnog proračuna ima najznačajniji utjecaj na promjenu bruto inozemnog duga za vrijeme krize

H<sub>3</sub>: Realni efektivni tečaj kune i kamatni diferencijal su značajno utjecali na varijabilitet inozemnog duga za vrijeme krize

H<sub>4</sub>: Saldo vanjskotrgovinske razmjene nije značajnije utjecao na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize

### **1.4. Cilj istraživanja**

Nakon definiranja problema i predmeta istraživanja, te postavljanja hipoteza slijedi razmatranje ciljeva istraživanja. Konceptija ovog diplomskog rada temelji se na dva osnovna cilja, teorijskom i empirijskom.

Na temelju prikupljene literature cilj je teorijskom analizom dati uvid o stanju inozemne zaduženosti Republike Hrvatske. Pri tome je važno identificirati i analizirati uzroke prevelike zaduženosti, kao i objasniti kretanje inozemnog duga u okviru ukupnih makroekonomskih kretanja.

Empirijski ciljevi istraživanja se temelje na ispitivanju postavljenih istraživačkih hipoteza. Upotrebom odgovarajućih statističkih i ekonometrijskih metoda analizirati će se održivost inozemnog duga, te ispitati utjecaj odabranih determinanti na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize.

## 1.5. Metode istraživanja

U skladu sa potrebama izrade teorijskog dijela rada koji se temelji na prikupljanju i analiziranju relevantne stručne literature, koristiti će se slijedeće znanstveno- istraživačke metode:

- metoda analize – proces raščlanjivanja složenih misaonih cjelina na jednostavnije sastavne dijelove
- metoda sinteze – proces objašnjavanja složenih misaonih cjelina pomoću jednostavnih misaonih tvorevina
- metoda klasifikacije – način raščlanjivanja općeg pojma na posebne, tj. jednostavnije pojmove
- metoda eksplantacije – način objašnjavanja osnovnih pojava te njihovih relacija
- metoda deskripcije – postupak opisivanja činjenica, te empirijsko potvrđivanje njihovih odnosa;
- metoda komparacije – način uspoređivanja istih ili srodnih činjenica, tj. utvrđivanje njihove sličnosti, odnosno različitosti
- induktivna metoda – metoda u kojoj opći zaključak nastaje na temelju pojedinačnih činjenica
- deduktivna metoda- metoda uz pomoć koje se iz općih stavova dolazi do pojedinačnih stavova

Empirijski dio istraživanja se sastoji od dva dijela. Prvi dio istraživanja se odnosi na tabeliranje i izračun vrijednosti relativnih pokazatelja stanja i tijeka inozemne zaduženosti kako bi se donio zaključak o  $H_1$  hipotezi. Tako je izvršena komparativna analiza pokazatelja zaduženosti za razdoblje koje karakterizira ekonomski rast (2000.-2007. godine) s razdobljem u kojem je došlo do usporavanja i zatim pada ekonomske aktivnosti (2008.-2014. godine). U radu je korištena revidirana serija podataka prikazana prema metodologiji ESA2010, zbog čega može doći do odstupanja vrijednosti pojedinih pokazatelja u odnosu na prijašnja istraživanja koja se temelje na ESA95 metodološkom okviru. Podaci za izračun pokazatelja prikupljeni su iz baze podataka HNB-a. Budući da nisu svi podaci javno dostupni na službenoj web stranici HNB-a, dio podataka je dostavljen na upit.

Drugi dio empirijskog istraživanja odnosi se na testiranje preostalih hipoteza koje će se na temelju dobivenih rezultata prihvatiti ili odbaciti. Istraživanje će se provesti višestrukom regresijskom analizom kojom će se utvrditi utjecaj pojedinih determinanti na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize. Podaci koji će se koristiti u istraživanju prikupljeni su iz baze podataka HNB-a i Eurostata. Prikupljeni podaci će se obraditi statističkim metodama koristeći programski paketi SPSS 24.0 (Statistical Package for the Social Sciences) i Mc Excel.

## **1.6.Doprinos istraživanja**

Istraživanjem koje se provodi u ovom diplomskom radu nastoji se doprinijeti postojećoj literaturi koja se bavi problematikom inozemne zaduženosti Hrvatske. U situaciji visoke zaduženosti zemlje problematika inozemnog duga je sve aktualnija tema. Kao doprinos ovog rada može se navesti dugo vremensko razdoblje na koje se istraživanje odnosi. Naime, obradi teme će se pristupiti od problema naslijeđenog duga te će se problem obrađivati kronološki u okviru ukupne makroekonomske politike. Time se želi ukazati na najvažnije čimbenike koji su utjecali na porast inozemne zaduženosti u određenim razdobljima. Budući da su prema novoj metodologiji ESA 2010 podaci nacionalnih računa revidirani do 2000. godine, u radu se neće vršiti empirijska istraživanja za razdoblje devedesetih, već će se samo na temelju postojeće literature ukazati na probleme i trendove inozemne zaduženosti.

Za razdoblje od 2000. do 2014. godine izvršiti će se analize inozemne zaduženosti prema domaćim sektorima, kao i analiza pokazatelja stanja i tijeka inozemne zaduženosti čime će se dati bolji uvid o održivosti inozemnog duga Hrvatske. Kao doprinos ovog istraživanja može se navesti i cjelovita analiza pokazatelja održivosti inozemnog duga za vrijeme krize, budući da se dosadašnja istraživanja uglavnom svode na analizu odabranih pokazatelja. Uz to analizirati će se utjecaj nekih od najvažnijih determinanti koje utječu na održivost inozemnog duga, što može poslužiti kao smjernica u nekim budućim istraživanjima.

## **1.7.Struktura rada**

Ovaj rad čini pet međusobno povezanih cjelina. U uvodnom dijelu opisuje se problem istraživanja iz kojeg je definiran predmet istraživanja, postavljaju se hipoteze, definiraju ciljevi i doprinos istraživanja te sama struktura rada.

U drugom poglavlju definirati će se inozemni dug, objasniti će se kako nastaje i koji faktori utječu na porast inozemne zaduženosti. Objasniti će se i problem održivosti inozemnog duga, te će se navesti pokazatelji na temelju kojih se vrši analiza održivosti duga.

U trećem poglavlju analizirati će se problem naslijeđenog duga, kretanje inozemnog duga u okviru ukupnih makroekonomskih kretanja kao i analiza zaduženosti prema domaćim sektorima. Zatim će se izvršiti komparativna analiza pokazatelja stanja i tijeka inozemne zaduženosti za vrijeme krize s onima u predkriznom razdoblju(2000.-2007. godine).

U četvrtom dijelu prikazan je pregled literature koja se bavi proučavanjem kretanja pojedinih determinanti na bruto inozemni dug. Zatim se će se korištenjem ekonometrijskih metoda izvršiti analiza utjecaja odabranih varijabli na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize.

Na kraju slijedi zaključak u kojem su sumirane sve bitne spoznaje i stavovi koji su proizašli iz obrađene tematike.

Nakon zaključka slijedi literatura i sažetak.



## 2. POJAM I ZNAČAJ INOZEMNE ZADUŽENOSTI

### 2.1. Pojam i definicija inozemnog duga

Međunarodni monetarni fond je 2014. godine uveo novi standard izvještavanja o inozemnoj zaduženosti zemalja temeljen na novom metodološkom okviru za proizvodnju podataka nacionalnih računa. Do tada korišteni ESA 95 (The European System of National and Regional Accounts) zamijenjen je ESA 2010 metodološkim standardom. Naime, uslijed promjena koje su utjecale na gospodarstvo, rastuće uloge informacijskih i telekomunikacijskih tehnologija u proizvodnim procesima, sve veće važnosti nematerijalne imovine, proizvoda i usluga intelektualnog vlasništva te globalizacije gospodarskih sustava, bilo je nužno izmijeniti postojeću metodologiju. Europska ESA 2010 na svjetskoj razini odgovara sustavu nacionalnih računa – SNA 2008 (The System of National Accounts). Korištenjem nove, harmonizirane metodologije revidiraju se i ažuriraju zajednički standardi, klasifikacija i pravila računanja za zemlje članice kreirajući usporedive nacionalne račune.<sup>1</sup>

Prema novom standardu izvješćivanja bruto inozemni dug definiran je kao neotplaćeni iznos tekućih, nepotencijalnih obveza kojima se zahtjeva plaćanje kamate i/ili glavnice od strane dužnika u nekom trenutku u budućnosti koje rezidenti duguju nerezidentima jedne ekonomije.<sup>2</sup>

Inozemni dug pojedine zemlje nastaje kao posljedica nesrazmjera između agregatne potražnje i ponude u zemlji. Jednakost agregatne ponude i agregatne potražnje u zemlji može se iskazati preko jednadžbe:<sup>3</sup>

$$Y + M = C + I + G + X \quad (1)$$

Odnosno prema makroekonomskom uvjetu ravnoteže:

$$[Y - (C + G)] - I = X - M \quad (2)$$

---

<sup>1</sup> EUROSTAT Review on national accounts and macroeconomic indicators, Special issue on the implementation of the European System of accounts (ESA2010) (2014) str. 8-10

<sup>2</sup> IMF- TaskForce on FinanceStatistics (2013) "EksternalDebtStatistics: Guide for CompilersandUsers", str. 5

<sup>3</sup> JOŠIĆ, H. Dinamička analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske, (2011) Doktorska disertacija str. 32

Izraz u uglatoj zagradi *jednadžbe 2* označava domaću štednju S

$$S - I = X - M \quad (3)$$

Iz uvjeta makroekonomske ravnoteže proizlazi jednakost između štednje i investicija, odnosno domaćeg izvoza X i uvoza M. Ako zemlja ima manjak štednje u odnosu na potrebne investicije, morat će se zadužiti kako bi pribavila potrebna sredstva. Upravo je neravnoteža između štednje i investicija u zemlji temeljni razlog zbog kojeg dolazi do inozemnog zaduživanja institucionalnih sektora. Uz to, do povećanja zaduženosti će doći ukoliko su uvjeti zaduživanja u inozemstvu povoljniji nego u domaćoj ekonomiji.

Inozemni dug Republike Hrvatske odnosi se na ukupan dug domaćih sektora prema nerezidentima, a čini ga zbroj javnog i privatnog duga uvećan za državna jamstva.<sup>4</sup>

Domaći institucionalni sektori koji se zadužuju u inozemstvu su:<sup>5</sup>

- **država**-prikazuje inozemne dugove opće države koja uključuje Republiku Hrvatsku, republičke fondove koji obuhvaćaju državnu agenciju za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka i Hrvatske ceste, i lokalnu državu.
- **HNB**
- **banke** - pokazuje zaduženost banaka i štedionica
- **ostali domaći sektori** -pokazuju zaduženost ostalih bankarskih institucija, nebankarskih financijskih institucija ( uključujući Hrvatsku banku za obnovu i razvoj), trgovačka društva, neprofitne institucije i stanovništvo.
- **izravna inozemna ulaganja**-prikazuju inozemna ulaganja u kojima inozemni vjerovnik posjeduje više od 10 % udjela u vlasničkoj strukturi domaćeg subjekta. Ulaganja koja su niža od 10 % udjela u vlasničkoj strukturi domaćeg subjekta pripadaju portfeljnim ulaganjima.

Domaći institucionalni sektori zadužuju se na međunarodnim financijskim tržištima izdavanjem obveznica te uzimanjem kredita od javnih ili privatnih kreditora. Javni kreditori mogu biti vlade ili međunarodne financijske organizacije kao što su Svjetska banka, MMF, EBRD, EIB, IDB...

---

<sup>4</sup> NOVAK, I. Analiza inozemnog duga RH modelom višestruke linearne regresije (2008) str. 158

<sup>5</sup> JOŠIĆ, H. Dinamička analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske, (2011) Doktorska disertacija str. 35

Prema ročnoj strukturi inozemni dug se dijeli na kratkoročni i dugoročni. Kratkoročni inozemni dug je onaj koji ima ugovoreni ili produženi rok dospeljeća kraći od godine dana. Dugoročni inozemni dug je onaj dug koji ima dogovoreni ili produženi rok dospeljeća duži od godine dana.

Glavna značajka inozemnog duga je da su vjerovnici nerezidenti te da postoji obveza otplate u ugovornoj valuti, robama ili uslugama, a sastoji se od četiri komponente:<sup>6</sup>

- javnog ili državnog (inozemnog) duga - inozemnih obveza javnih dužnika uključujući pritom središnju državu, lokalnu državu (i njihove agencije i tijela), banke, te autonomna tijela (poput javnih poduzeća)
- državno ili javno garantiranog inozemnog duga - inozemnih obveza privatnih dužnika čiju otplatu garantira javno tijelo
- privatnog negarantiranog inozemnog duga - inozemnih obveza privatnog dužnika čiju otplatu ne garantira javno tijelo
- dospjele neplaćene obveze (obveze u kašnjenju) na dugoročni dug definiraju se kao kumulirani iznosi glavnice i kamata koji su dospjeli na naplatu, ali nisu podmireni

Osnovne karakteristike koje mora sadržavati obveza da bi bila svrstana pod inozemni dug su:<sup>7</sup>

- mora biti neotplaćena i stvarna – da bi obveza bila uključena u vanjski dug ona mora postojati i biti nepodmirena
- mora postojati prema nerezidentu - kako bi se kvalificirala kao inozemni dug, dužnička obveza mora biti dugovana od strane rezidenta prema nerezidentu
- mora biti trenutna – predviđene obveze, koje se definiraju kao sporazumi pod kojima jedan ili više uvjeta mora biti ispunjen prije odvijanja financijske transakcije, nisu uključene u definiciju vanjskog duga
- mora biti evidentirana u vrijeme nastanka transakcije
- mora sadržavati glavnice i/ili kamate – iznos koji dužnik duguje vjerovniku naziva se glavni iznos. Za dužničke instrumente za korištenje glavnice kamata se može (i uglavnom je tako)

---

<sup>6</sup> GALINEC, D.: Financiranje i granice održivosti deficita tekućeg računa platne bilance Republike Hrvatske (2007) str. 103.-104

<sup>7</sup> International Monetary Fund: External debt statistics: guide for compilers and users (2014) str.5-10

obračunavati na iznos glavnice, rezultirajući u trošku kamate za dužnika. Kada se taj trošak plaća periodično, kao što se obično događa, to se naziva plaćanjem kamata. Sva ostala plaćanja vjerovniku od strane dužnika koja smanjuju iznos nepodmirene glavnice poznata su kao otplata glavnice.

## **2.2.Uzroci inozemne zaduženost**

S obzirom da je danas uglavnom prisutan trend povećanja inozemnog duga, razloge konstantne akumulacije duga treba tražiti u različitim čimbenicima. Osnovna podjela čimbenika je na endogene i egzogene faktore zaduženosti. Endogeni ili unutarnji faktori su oni koji nastaju u gospodarstvu kao rezultat vođenja pogrešne makroekonomske politike. S druge strane, egzogeni ili vanjski faktori su faktori zaduženosti na koje zemlja ne može utjecati i vezani su uz promjene uvjeta zaduženja na svjetskom tržištu.<sup>8</sup>

Endogeni faktori koji najviše utječu na zaduženost zemlje su:<sup>9</sup>

- Prekomjerna potrošnja (osobna, opća i investicijska) koja je u duljem razdoblju veća od domaće proizvodnje. Na nju mogu utjecati različiti faktori: administrativno određivanje cijena, porast budžetske potrošnje, inflacijska očekivanja, negativni realni kamatnjak i sl.
- Nerealna razvojna politika koja se temelji na prevelikim investicijama u odnosu na štednju. Time se manjak štednje financira zaduživanjem u inozemstvu
- Radi poticanja investicija zemlje u razvoju vode politiku negativnih realnih kamatnih stopa. Taj nizak trošak kapitala uvjetuje brži porast investicija, ali i destimulira štednju. Tako dolazi do viših stopa rasta gospodarstva, ali i visoke stope rasta zaduženosti
- Politika precijenjenog tečaja nacionalne valute zajedno s politikom negativnih kamatnih stopa utječe na visok porast uvozne komponente investicija
- negativni kamatnjak, precijenjeni tečaj nacionalne valute, porast inflacije u svijetu itd. pojačali su inflacijska očekivanja i utjecali na pretjerano zaduživanje. Uz to, visok stupanj

---

<sup>8</sup> JURČIĆ, L.J. at al. Empirijska analiza inozemnog duga Hrvatske: pristup korištenjem VAR modela EKONOMSKI PREGLED (2012) str.270

<sup>9</sup> BABIĆ, M.: Međunarodna ekonomija (1996) str. 389-390

inflacije u svijetu doveo je do nerealnih investicijskih kalkulacija, što je rezultiralo mnogim promašenim investicijama

- visok uvoz opreme stimulira razvoj uvozno ovisne proizvodne strukture zaduženih zemalja

Eksterni faktori, tj. faktori iz međunarodnog okruženja na koje zemlje ne mogu utjecati su:<sup>10</sup>

- promjene kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala
- porast inozemne potražnje za proizvodima zemalja u razvoju, posebno sirovina i energije
- pogoršanje uvjeta razmjene
- razni drugi razlozi, politički i ekonomski

### **2.3.Održivost inozemnog duga**

Politika zaduživanja u inozemstvu sastavni je dio makroekonomske politike. Njen osnovni cilj treba biti izbor optimalne kombinacije rizika i dohotka od vanjskog kapitala uz ograničenja koja vladaju na svjetskim tržištima kapitala.<sup>11</sup> Naime, kako bi se povećala stopa gospodarskog rasta pojedine zemlje potrebno je povećati investicije koje se financiraju štednjom. Ukoliko je zemlja u nedostatku domaće štednje, treba posegnuti za inozemnom štednjom, odnosno zaduživanjem u inozemstvu. Iz toga proizlazi da je povećanje investicija iznad domaće štednje moguće samo uz povećanje inozemne zaduženosti. Tako zaduživanje u inozemstvu omogućuje zemlji da joj stopa investicija bude viša od stope štednje, što dovodi do bržeg gospodarskog rasta. Međutim, hoće li zaduživanjem u inozemstvu i doći do gospodarskog rasta zemlje ovisi o načinu upotrebe sredstava pribavljenih zaduživanjem. Osnovna logika kojom se treba voditi prilikom zaduživanja je da granični prihod od investiranih sredstava pribavljenih u inozemstvu treba biti veći od graničnog troška otplate zajma.<sup>12</sup> Ukoliko je zaduživanje dio dobro osmišljene strategije, ono može postati temelj budućem rastu i razvoju. Naime, ukoliko se sredstva iz inozemstva koriste kako bi se poboljšala struktura investicija,

---

<sup>10</sup> BABIĆ, M.: Međunarodna ekonomija (1996) str.391

<sup>11</sup> BABIĆ, M: Makroekonomija 5.izdanje (2000) str. 418.

<sup>12</sup> BABIĆ, M.: „Od dezinflacije u zaduženost – Hrvatska privreda 1994. – 2004.“, (2006). str.113

zaduživanje će dovesti do povećanja stopa rasta određenog gospodarstva. U slučaju da se inozemna sredstva neefikasno koriste, primjerice na promašene investicije ili na povećanje tekuće potrošnje, zaduživanje će negativno utjecati na stope rasta. Tada se mogu očekivati problemi pri otplati inozemnih zajmova što ima negativan utjecaj i na akumulaciju raspoloživih sredstava za financiranje domaćih investicija, što će dodatno utjecati na smanjenje stope rasta.<sup>13</sup> U situaciji kontinuiranog povećanja udjela inozemne zaduženosti u BDP-u, jako je važno brinuti o održivosti duga.

Održivost inozemnog duga definira se kao „sposobnost dužnika da uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda dugoročno ispunjava svoje financijske obveze prema kreditorima“.<sup>14</sup> Prema tome, ukoliko dužnik nije sposoban vraćati posuđena sredstva, dug postaje neodrživ. Granice održivosti inozemnog duga ovise o brojnim varijablama, ali i o obilježjima gospodarstva pojedine zemlje. Zaduzivanje različito utječe na razvijene i nerazvijene zemlje. Problem inozemnog duga dosta je kompleksno područje s obzirom da se u analizi može koristiti cijeli niz pokazatelja te je teško precizno odrediti granice održivosti. Neke od najvažnijih varijabli koje se koriste prilikom ocjene održivosti inozemnog duga su: makroekonomska stabilnost zemlje, financijska osjetljivost na makroekonomske šokove, endogena risk premija i iznenadni zastoj priljeva kapitala. Osim ovih faktora bitno je spomenuti i kamatni diferencijal, devizni tečaj te stupanj koncesionalnosti primljenih kredita. Inflacija također komplicira procjenu održivosti duga budući da tečaj i kamatne stope često ne odražavaju stvarnu inflaciju. U situaciji kada realni tečaj deprecira brže nego što porastu cijene u zemlji, dolazi do poskupljivanja duga denominiranog u stranoj valuti čime se povećava ukupna vrijednost duga. Međutim, ukoliko je dug denominiran u domaćoj valuti, inflacija će imati pozitivne učinke tako što će dovesti do smanjenja tereta duga.<sup>15</sup>

Kada je riječ o održivosti inozemnog duga, važno je razlikovati pojmove prezaduženosti i dužničke krize. Naime, država može biti prezadužena u makroekonomskom pogledu, ali to ne mora nužno značiti da je nastupila i dužnička kriza. Dužnička kriza nastupa ukoliko država nije u stanju podmiriti dospjele obveze. Na pojavu dužničke krize utječe nemogućnost otplate dospjelog zajma, odnosno kada su obveze po osnovi kamata na dug veće od godišnjih stopa rasta bruto domaćeg proizvoda, što izaziva poteškoće prilikom otplate duga.<sup>16</sup> Kritična stopa

---

<sup>13</sup> BABIĆ, M.: Makroekonomija 5.izdanje ( 2000) str. 414-423

<sup>14</sup> ANDRIJEVIĆ- MATOVAC, V.,JOŠIĆ, H.: Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske (2010) str.197

<sup>15</sup> JOŠIĆ, H. Dinamička analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske (2011) str. 40-41

<sup>16</sup> ANDRIJEVIĆ- MATOVAC, V.,JOŠIĆ, H.: Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske (2010) str.197

zaduženosti definirana je kao odnos udjela inozemnog duga u nekom agregatu kada se može očekivati pojavljivanje problema nelikvidnosti ili problema nesolventnosti. Pri tome se kao pokazatelj opasnosti od pojave solventnosti koristi udio inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu, dok se kao pokazatelj opasnosti od pojave likvidnosti uzima udio inozemnog duga u izvozu.<sup>17</sup>

## 2.2. Pokazatelji zaduženosti

Danas je primjetan trend sve većeg zaduženja zemalja, pri čemu su neke zemlje više, a neke manje zadužene. Kako bi dobili realniju sliku o stvarnom stanju zaduženosti pojedine zemlje potrebno je uzeti u obzir cijeli niz pokazatelja. Međunarodne financijske institucije najčešće klasificiraju zemlje prema stupnju zaduženosti pomoću dva pokazatelja - **udio inozemnog duga u BDP-u i udio inozemnog duga u izvozu roba i usluga**. Tako razlikujemo manje zadužene zemlje, umjereno zadužene zemlje i visoko zadužene zemlje.

**Tablica 1. Klasifikacija zemalja prema stupnju inozemne zaduženosti**

KRITERIJ ZADUŽENOSTI	Manje zadužene zemlje	Umjereno zadužene zemlje	Visoko zadužene zemlje
Udio inozemnog duga/BDP	$X \leq 48\%$	$48\% < X \leq 80\%$	$X > 80\%$
Udio inozemnog duga/ izvoz roba i usluga	$Y \leq 132\%$	$132\% < Y \leq 220\%$	$Y > 220\%$

*Izvor: izrada autora prema Mihaljek (2003)*

Međutim, važno je istaknuti da se korištenje kritičnih vrijednost u *Tablici 1.* treba pažljivo interpretirati, posebno u slučaju kada se neki od kriterija nalazi blizu navedenih granica. Npr. marginalno pogoršanje nekog indikatora može dovesti do preskakanja iz kategorije umjereno zadužene u visoko zaduženu zemlju, ali to ne mora nužno značiti da su se bitno pogoršali izgledi održivosti duga. S druge strane, niti svrstavanje neke zemlje u kategoriju umjereno

<sup>17</sup> Babić M.: „Od dezinflacije u zaduženost – Hrvatska privreda 1994. – 2004.“, (2006), str. 116

zaduženih ne znači da je održivost duga zajamčena. To znači da su kritične vrijednosti udjela ukupnog inozemnog duga u BDP-u i izvozu roba i usluga samo su jedan skup relevantnih pokazatelja održivosti duga.<sup>18</sup>

Ukoliko se želi izraditi kvalitetna analiza održivosti inozemnog duga potrebno je, uz navedene, koristiti cijeli niz pokazatelja. Sve pokazatelje neke zemlje može se podijeliti na pokazatelje stanja i pokazatelje tijek inozemne zaduženosti. Pokazatelji omjer bruto inozemnog duga i BDP-a, te omjer inozemnog duga i izvoza roba i usluga spadaju u pokazatelje stanja inozemnog duga. Uz njih svakako je važno obrati pozornost i na ostale pokazatelje.<sup>19</sup> **Odnos međunarodnih pričuva i ukupnog inozemnog duga** prikazuje kolika je pokrivenost ukupnoga inozemnog duga međunarodnim pričuvama. Pokrivenost duga međunarodnim rezervama važna je zbog ocjene solventnosti i boniteta zemlje prema inozemstvu. U slučaju neplaćanja obveza dužnika, obveze se prebacuju na državu, odnosno na kraju se plaćaju iz međunarodnih rezervi kako ne bi došlo do isključivanja zemlje s međunarodnih tržišta kapitala.

Pokazatelj **odnos kratkoročnog i ukupnog inozemnog duga** govori koliki je udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu. Kratkoročni inozemni dug ima ugovoreni rok dospelja kraći od godine dana, te je važno pratiti njegov udio u ukupnom inozemnom dugu kako bi se imao uvid o kratkoročnoj poziciji zemlje prema inozemstvu. Osim toga, u kratkoročne zajmove spadaju privatni kratkoročni zajmovi koji su vrlo promjenjivi i pokretljivi uslijed promjena u gospodarskoj situaciji zemlje i ne mogu se lako kontrolirati.

**Odnos multilateralnog prema ukupnom inozemnom dugu** pokazuje udio zaduženosti zemlje kod multilateralnih vjerovnika (međunarodnih organizacija ili drugih grupacija) u odnosu na ukupni inozemni dug. Često se ovaj pokazatelj poistovjećuje s bonitetom koju zemlja ima kod multilateralnih kreditora, no u praksi nije baš tako. U praksi je moguće da dužniku nisu dostupni komercijalni izvori kreditiranja i da nema potpun pristup međunarodnim financijskim tržištima.

---

<sup>18</sup> MIHALJEK, D. Analiza održivosti javnog i vanjskog duga pomoću standardnih financijskih pokazatelja (2003) str 51

<sup>19</sup> GALINEC, D.: Financiranje i granice održivosti deficita tekućeg računa platne bilance Republike Hrvatske (2007) str 106-107



Uz navedene pokazatelje stanja inozemnog duga u nastavku se prikazuju pokazatelji tjeka inozemne zaduženosti.<sup>20</sup>

**Odnos otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga** ili *debt service ratio*, pokazuje teret godišnje otplate duga u odnosu na izvoz roba i usluga, koji je glavni izvor deviznih prihoda potrebnih za otplatu inozemnog duga. Pritom se u obzir uzima vrijednost stvarno plaćenih obveza po osnovi otplate inozemnog duga, a ne vrijednost ukupno dospjelih obveza. Do porasta vrijednosti ovog pokazatelja dolazi ukoliko je stopa rasta tekućih obveza po osnovi otplate duga veća od stope rasta izvoza roba i usluga (uvećanog za saldo tekućih transfera kod nekih zemalja) i obrnuto. Ako vrijednost ovog pokazatelja prelazi 20%, javlja se opasnost od problema s inozemnom likvidnošću zemlje.

**Odnos godišnje obveze po kamatama na inozemni dug i izvoza robe i usluga** pokazuje koliki dio prihoda od izvoza roba i usluga treba odvojiti za plaćanje kamata na inozemni dug. Ovaj pokazatelj je zapravo mjera troška zaduživanja u inozemstvu. Često se promatra za skupinu visoko zaduženih zemalja koje reprogramiraju svoje dugove, budući da se kamate obično ne reprogramiraju nego samo glavnica. U uvjetima kada je stopa rasta izvoza i usluga veća od prosječne kamatne stope na inozemno zaduživanje vrijednost ovog pokazatelja se smanjuje i obrnuto.

**Odnos otplate glavnice prema korištenju novih zajmova** pokazuje koliki je odnos otplate glavnice ukupnog duga prema korištenjima novih zajmova u jednoj godini. Ovaj omjer pokazuje koliko se zemlja ponovno zadužuje s obzirom na otplaćene obveze u promatranom razdoblju.

**Odnos međunarodnih pričuva i servisiranja duga** pokazuje vremensko razdoblje tijekom kojeg bi država mogla servisirati vanjski dug korištenjem međunarodnih pričuva središnje banke.

**Odnos neto transfera financijskih sredstava i uvoza** pokazuje udio neto primljenih financijskih sredstava u financiranju uvoza, odnosno raspoloživost neto posuđenih sredstava iz inozemstva za financiranje uvoza. Korištenjem ovog pokazatelja možemo vidjeti koliki se dio neto posuđenih sredstava koristi za financiranje uvoza, a koliki za financiranje domaćih investicija i potrošnje.

---

<sup>20</sup> GALINEC, D.: Financiranje i granice održivosti deficita tekućeg računa platne bilance Republike Hrvatske (2007) str. 107-110

**Odnos neto transfera financijskih sredstava i bruto domaćeg proizvoda** pokazuje udio neto primljenih financijskih sredstava iz inozemstva u ukupnoj aktivnosti domaće ekonomije. Razlika između novo uzetih zajmova i otplate postojećih zajmova (korištenja i otplate glavnice i kamate, NFT) i bruto domaćeg proizvoda pokazuje doprinos novostvorenoga inozemnog duga gospodarskom rastu zemlje dužnika.

**Odnos korištenja zajmova u tekućoj godini prema uvozu robe i usluga** pokazuje koliki dio uvoza se financira inozemnim zajmovima, odnosno, ovaj pokazatelj pokazuje ovisnost zemlje o inozemnim zajmovima pri financiranju uvoza.

**Odnos kamata i bruto domaćeg proizvoda** predstavlja odnos odljeva po osnovi kamata i tijekom ukupne ekonomske aktivnosti u privredi zemlje dužnika. Ako se povećavaju izdaci za kamate u odnosu na BDP to znači da otplata obveza po kamatama iz redovne gospodarske privredne aktivnosti postaje sve veći teret za domaću ekonomiju određene zemlje.

### 3. ANALIZA INOZEMNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE

Kako bismo bolje shvatili problematiku inozemnog duga te posljedice koje njegova trenutna razina ima na hrvatsko gospodarstvo, s analizom ćemo krenuti od 90-ih godina kada se Hrvatska kao samostalna država pojavljuje na međunarodnim financijskim tržištima. Analiza započinje problemom naslijeđenog duga i specifikacijom važnijih faktora koji su stvorili pretpostavke za njegovo gomilanje u budućnosti. Zatim se objašnjava kretanje i struktura inozemne zaduženosti pojedinih sektora gospodarstava u određenim razdobljima. Tako će se analizirati razdoblje od 2000. do 2007. godine, odnosno razdoblje koje karakterizira gospodarski rast zemlje. Zatim slijedi razdoblje recesije, počevši od 2008. godine kada je zabilježeno usporavanje, a zatim pad ukupne ekonomske aktivnosti. Kako bi se odredilo u kojoj je mjeri ekonomska kriza utjecala na održivost inozemnog duga izvršiti će se analiza pokazatelja stanja i tijeka inozemne zaduženosti.

#### 3.1. Problem naslijeđenog duga

Kada govorimo o inozemnoj zaduženosti Republike Hrvatske važno je naglasiti da se njen inozemni dug nije počeo brojati od nule, kao što je to bio slučaj s nekim tranzicijskim zemljama. Naime, raspadom SFRJ, svaka zemlja članica je morala preuzeti dio obveza koji su se na temelju dokumenata mogli pripisati zemlji nasljednici duga.<sup>21</sup> Detaljan prikaz opterećenosti naslijeđenim dugom pojedine republike unutar SFRJ prikazan je u *Tablici 2*. Kao što se može iščitati iz tablice, Hrvatska je naslijedila 2.831,7 mil. USD duga, te je nakon Srbije naslijedila najveći udio duga od svih bivših republika SFRJ. Iako nije sporno da su se ta sredstva trošila u Hrvatskoj, problematičnost naslijeđenog duga proizlazi iz činjenice da su kriteriji za zaduživanje i kriteriji za određivanje prioriteta investicijskih projekata tada bili nespojivi s tržišnom privredom. Osim toga nisu se temeljili na načelima tržišne privrede i nisu bili u skladu sa strategijom dugoročnog razvoja Hrvatske kao samostalne republike.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup>KAČAN, A. Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske, publikacija HNB-a (2000) str.1

<sup>22</sup>BABIĆ, A. Vanjska zaduženost i pokazatelji zaduženosti Republike Hrvatske 1994-1996 (1997) str.89

Osim navedenog nekriterijskog zaduživanja, problematična je bila i činjenica da se za neke obveze nisu mogli odrediti krajnji korisnici duga. Iznos tog duga u *Tablici 2* označen je kao dug Federacije i iznosio je 3.396,2 mil.USD.

**Tablica 2: Stanje inozemnog duga SFRJ po republikama na dan 30. rujna 1991., u mil. USD**

	Srednjoročno i dugoročno	Kratkoročno	Ukupno	Postotni udio u dugu
Bosna i Hercegovina	1.704,6	93,4	1.798,0	10,9
Crna Gora	577,3	0,0	577,3	3,5
Hrvatska	2.585,1	246,6	2.831,7	17,1
Makedonija	716,7	47,2	763,9	4,6
Slovenija	1.687,9	95,5	1.783,4	10,8
Srbija	3.502,2	206,6	3.708,8	22,5
Kosovo	783,7	0,9	784,6	4,8
Vojvodina	828,4	44,1	872,5	5,3
Federacija	3.122,5	273,7	3.396,2	20,6
<b>Ukupno</b>	<b>15.508,4</b>	<b>1.008,0</b>	<b>16.516,4</b>	<b>100,0</b>

Izvor: KAČAN, A.: Analiza inozemnog duga RH, publikacija HNB-a, (2000)

Do 1995. godine inozemni dug je uglavnom stagnirao na razini naslijeđenog. Razlog tome je upravo spomenuti dug SFRJ za koji se nisu mogli odrediti dužnici. Inozemni kreditori su bili zabrinuti za povrat svojih ukupnih posudbi bivšoj SFRJ te nisu bili voljni odobravati nove kreditne linije ni Hrvatskoj ni drugim slijednicama bivše federacije dok se za ukupan inozemni dug bivše države točno ne utvrde novi dužnici.<sup>23</sup>

U ožujku 1995. godine na prijedlog MMF-a, sa zemljama članicama Pariškog i Londonskog kluba<sup>24</sup> riješeno je pitanje restrukturiranja duga, odnosno postignut je dogovor koji će dio vanjskog duga bivše SFRJ biti pripisan Hrvatskoj, te kako će se reprogramirati otplata.

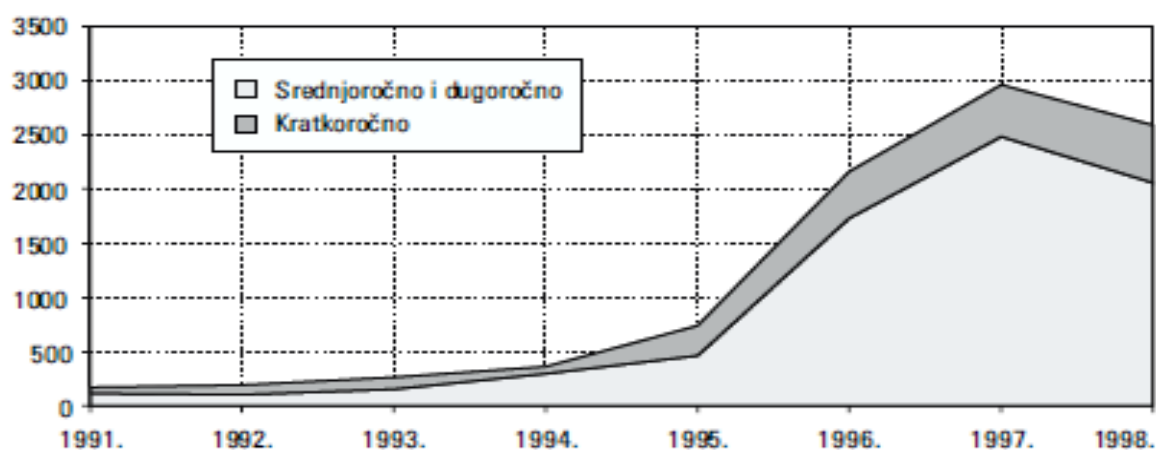
Pariški klub je Hrvatskoj pripisao 1.087 mlrd. USD, što je uključivalo dugovanja bivše SFRJ koja su ugovorile pravne osobe iz Republike Hrvatske, kao i 28,5 posto duga za koji je ugovore sklopila, ili jamčila, bivša SFRJ, a koji nije mogao biti izravno pripisan ni jednoj od zemalja slijednica. Hrvatska je nakon toga bilateralnim sporazumima reprogramirala ukupno 0,9 mlrd. USD inozemnih obveza, koje su se otplaćivale tijekom četrnaestogodišnjeg razdoblja s dvije godine počeka. Londonski klub je Hrvatskoj pripisao 1.462 mlrd. USD. Na

<sup>23</sup> Publikacija Hrvatske narodne banke : Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske (2006) str.7

<sup>24</sup> PARIŠKI I LONDONSKI KLUB su neformalne organizacije, grupacije kreditora koji sklapaju aranžmane sa zemljama koji imaju problema s otplatom inozemnog duga

kraju srpnja 1996. dug u tom iznosu zamijenjen je za hrvatske obveznice serije A (0,9 mlrd. USD) i serije B (0,6 mlrd. USD). Ukupna opterećenost naslijeđenog duga iznosila je oko 3.437 mlrd. USD<sup>25</sup>

Potpisivanje i implementacija sporazuma s Londonskim i Pariškim klubom označilo je Hrvatsku kao kredibilnog dužnika. To je ujedno značilo i njenu integraciju na svjetskim financijskim tržištima. Od tada je inozemni kapital počeo u značajnim količinama pritecati u zemlju. Na *Grafikonu 1* može se uočiti kako je nakon 1995. godine došlo do velikog povećanja korištenja inozemnih kredita. Naime, niska domaća štednja bila je nedostatna kako bi se financirali visoki troškovi poslijeratne obnove i tranzicijskog procesa, te se kao nužno nametnulo zaduživanje na inozemnom tržištu.



**Grafikon1: Korištenje inozemnim kreditima, u milijunima USD**

Izvor: KAČAN A., Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske (2000)

### 3.2. Analiza inozemnog duga u okviru cjelokupne makroekonomske politike

Zaduživanje Hrvatske u inozemstvu obilježava postojani rast. Apsolutno povećanje vrijednosti inozemnog duga ne mora nužno značiti da je njegova održivost upitna. Granice održivosti duga ponajprije ovise o obilježjima gospodarstva pojedine zemlje. Stoga je problem inozemne zaduženosti potrebno proučavati u okviru cjelokupne slike određenog gospodarstva.

<sup>25</sup> Strategija za ekonomski rast kroz europske integracije, Ekonomski memorandum za Hrvatsku(2003) raspoloživo na <http://siteresources.worldbank.org/INTCROATIA/Resources/EMHsve2.pdf> str 20.

Kako bismo odredili u kojoj je mjeri zemlja zadužena i je li njen inozemni dug održiv, u nastavku će biti prikazana geneza predmeta proučavanja u okviru ukupnih gospodarskih kretanja Hrvatske.

### **3.2.1. Gospodarske prilike u zemlji 90ih godina**

Devedesete godine možemo okarakterizirati kao turbulentno razdoblje Hrvatske povijesti. Stoga je za bilo kakvu ekonomsku analizu potrebno uzeti u obzir specifičnost situacije u kojoj se zemlja nalazila. Naime, vrijeme osamostaljenja je ujedno bilo i tranzicija iz centralno-planskog, socijalističkog na tržišno gospodarstvo. Na početku tranzicijskog procesa Hrvatska je bila jedna od najpripremljenijih zemalja za prijelaz na tržišni oblik gospodarstva jer su određeni tržišni elementi već bili implementirani u gospodarski sustav. Iako je krenula iz prilično povoljne reformske situacije (s manjim distorzijama gospodarske strukture, razmjerno razvijenim tržištem roba i razmjerno samostalnim poslovnim subjektima koji su imali iskustva s poslovanjem na inozemnom tržištu)<sup>26</sup>, već je 1992. godine izgubila tu svoju prednost. Na to je, osim tranzicijskih faktora utjecala i ratna agresija na Hrvatsku čime je došlo do fizičkog uništenja dijela proizvodnih kapaciteta te gubitka dijela tržišta bivše SFRJ.

Kao posljedica toga zemlja se našla u tranzicijskoj recesiji s drastičnim padom BDP-a za čak 21,1% u 1991. godini u odnosu na 1990. Kontinuirano smanjenje BDP-a se nastavilo do 1993. g. kada je iznosio svega oko 44% onoga iz 1990. (*Tablica 3*). Negativni trendovi su bili prisutni kod stope nezaposlenosti te kod salda vanjskotrgovinske bilance koji, uz iznimku 1992. godine, stalno bilježi deficit. Dodatan problem stvarala je i galopirajuća inflacija. Inozemni dug do 1995. godine uglavnom stagnira na razini naslijeđenog.

---

<sup>26</sup> MERVAR, A., NESTIĆ, D. Makroekonomska politika i gospodarski rast u Hrvatskoj: stanje i perspektive (1999) br.73, 343-344.str

**Tablica 3: Gospodarska kretanja u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 1990. do 1999.g.**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>BDP-tekuće cijene u milijard US</b>	24,8	18,2	10,2	10,9	14,6	18,8	19,8	20,1	21,6	19,9
<b>Stope rasta BDP-a</b>		-21,1	-11,7	-8	5,9	6,8	5,9	6,8	2,5	-0,9
<b>Izvoz u mlrd USD</b>	4	3,3	4,6	3,9	4,3	4,6	4,5	4,2	4,5	4,3
<b>Uvoz u mlrd USD</b>	5,2	3,8	4,5	4,7	5,2	7,5	7,8	9,1	8,4	7,8
<b>Saldo vanjskotrgovinske bilance</b>	-1,2	-0,5	0,1	-0,8	-0,9	-2,9	-3,3	-4,9	-3,8	-3,5
<b>Inozemna izravna ulaganja u Hrvatsku</b>				120	117,9	120,8	515,9	563,3	940,4	1.467,6
<b>Stopa nezaposlenosti</b>	8,9	14	15,7	14,8	14,5	14,5	16,4	17,5	18,6	19,1
<b>Inozemni dug</b>		2,7	2,6	2,6	3	3,8	5,3	7,5	9,7	10

Izvor: DRUŽIĆ, G.: Hrvatska jučer, danas, sutra (2004) str. 125

### 3.2.2. Uloga i značaj stabilizacijskog programa za hrvatsku ekonomiju

Zbog teškog gospodarskog stanja i negativnih stopa rasta bilo je potrebno reagirati promjenom makroekonomske politike s jasnom vizijom i strategijom budućeg razvoja zemlje. Stoga je Vlada Republike Hrvatske, svjesna ozbiljnosti situacije, donijela stabilizacijski program. Stabilizacijski program predstavlja temelj ekonomske politike zamišljen kao dugoročni program koji se provodio u tri faze, a osnovni cilj mu je bio osigurati makroekonomsku stabilnost u mirnodopskim uvjetima u skladu s tržišnim načelima.<sup>27</sup>

Osnovni ciljevi koje je program trebao ispuniti bili su: stabiliziranje i jačanje hrvatskog gospodarstva, stvaranje tržišne klime i prikladne vlasničke strukture sa smanjenom ulogom države u gospodarstvu, stvaranje pretpostavki za stabilan rast i razvoj, zaštita najsiromašnijih od razarajuće moći preraspodjele u uvjetima inflacije...<sup>28</sup>

<sup>27</sup> KOBISA, O.: Stabilizacijska politika Hrvatske 1990-2005. (2008), str. 78

<sup>28</sup> ANUŠIĆ, Z., ROHATINSKI, Ž., ŠONJE, V. Put u nisku inflaciju 1993.-1994. (1995) Zagreb str.44.

Navedeni ciljevi trebali su se ostvariti u tri faze<sup>29</sup>:

- faza kratkoročnog antiinflacijskog programa kojoj je bio cilj svesti inflaciju na ispod 1% godišnje, s tim da je posebno istaknuto da kratkoročna antiinflacijska politika mora biti u funkciji dugoročne stabilizacije
- druga faza programa trebala je stvoriti preduvjete za brzo dugoročno obaranje uzroka inflacije i to posredstvom privatizacije, demonopolizacije, sanacije banaka i uravnoteženja proračuna
- treća faza programa imala je za cilj, osim uspostave vanjske konvertibilnosti domaće valute i obaranja stope inflacije na jednoznamenkastu razinu, uspostaviti dugoročnu vanjsku i unutarnju ravnotežu, u uvjetima održivog rasta

Antiinflacijski program je bez sumnje označio zaokret u vođenju makroekonomske politike. Osnovni cilj koji je postavila makroekonomska politika bila je stabilnost cijena i tečaja. Kako bi se riješio problem hiperinflacije došlo je do vezivanja tečaja za DM (njemačku marku). Tečaj hrvatskog dinara administrativno je određen na 4.400 HRD-a za jednu njemačku marku, što bi odgovaralo današnjem tečaju od 8,6 kuna za jedan euro. Međutim, time je došlo do suzbijanja inflacije, ali je i dovelo do aprecijacije vrijednosti valute pa je kuna 30. svibnja 1994. godine uvedena pri vrijednosti od 3,7164 kune za marku odnosno 7,27 kuna za jedan euro.<sup>30</sup>

U uvjetima hiperinflacije korištenje makroekonomske politike koja za osnovni cilj ima stabilnost cijena i tečaja je potpuno opravdana. Međutim dugotrajna primjena takve politike dovela je do precijenjenosti domaće valute (ili kako smatraju neki autori preapreciranosti kune<sup>31</sup>) što je negativno utjecalo na realni sektor ekonomije. Naime, cijene uvoznih proizvoda su se smanjivale ili ostale iste što se nepovoljno odrazilo na domaću ekonomiju. U toj situaciji domaći proizvođači nisu mogli podići cijene svojih proizvoda iako je došlo do povećanja troškova proizvodnje zbog rasta domaće komponente (lokalnih tržišta). Takva situacija dovela je do smanjenja konkurentnosti domaćih proizvođača te ih prisiljavala na izlazak iz proizvodnje. Posljedica toga je stvaranje uvozne ovisnosti domaće ekonomije, što je postalo preduvjet za stalan porast inozemne zaduženosti.

---

<sup>29</sup> MAJIĆ, T. Ekonomska politika u funkciji povećanja izvozne konkurentnosti Republike Hrvatske (2012) Zagreb str. 85.-86.

<sup>30</sup> HRVATSKA GOSPODARSKA KOMORA- Kretanje tečaja kune i njegov utjecaj na gospodarstvo (2015) str.2

<sup>31</sup> VOJNIC, D. Ekonomska znanost i ekonomska politika u povijesnoj retrospektivi i aktualnom trenutku (2007) 71. str



Za prvu fazu Stabilizacijskog programa možemo reći da je bila uspješna kada je riječ o inflaciji, ali politikom precijenjene kune stvorena je uvozna orijentacija gospodarstva koja je rezultirala vanjskom neravnotežom. Došlo je do akumuliranja visokih deficita robne razmjene s inozemstvom zbog toga što je izvoz uglavnom stagnirao, a uvoz ekspanirao. To je omogućilo razvoj modela privređivanja koji se bazira na potrošnji, uvozu i zaduživanju. Negativne posljedice tečajne politike najviše su se odrazile na prerađivačku, poljoprivrednu i industrijsku proizvodnju.

Drugu fazu stabilizacijskog programa obilježili su loša koncepcija i politika procesa pretvorbe i privatizacije što je dugoročno izazvalo negativne ekonomske posljedice po hrvatsko gospodarstvo. Privatizacijom je došlo do značajne promjene uloge države u ekonomiji, ali ona nije bila u skladu s novim okruženjem. Primjer razvijenih zemalja pokazuje kako iza „nevidljive ruke“ uvijek postoji „nevidljiva“ uloga države koja se jasno vidi u razdobljima krize, dok u ostalim vremenima djeluje nevidljivo, ali snažno potičući razvitak svoga gospodarstva stvaranjem novih, učinkovitijih i konkurentnijih proizvoda.<sup>32</sup> U Hrvatskoj se uloga države u ekonomiji više svodila na prodaju državne imovine nego na njeno kvalitetno upravljanje. Tako se procesu privatizacije prišlo s tezom da je privatno vlasništvo efikasnije od državnog odnosno društvenog, te da će samom privatizacijom biti riješen problem niske efikasnosti hrvatskog gospodarstva.<sup>33</sup> Takav pristup je učinio ostale ciljeve, koji su trebali biti najvažniji uvjet kupovine, kao što su ulaganje u restrukturiranje i modernizaciju proizvodnje, razvojni planovi poduzeća, zadržavanje postojeće ili povećanje zaposlenosti, sekundarnim. Ogromni propust bio je i krivo tempiranje početka privatizacije. U vrijeme trajanja rata nikako se nije smjelo žuriti s takvim odlukama.<sup>34</sup> Uzrok tome je politička, a ne stručna ocjena. Naime, država nije uvažavala šire znanstvene analize uglednih domaćih ekonomista, već se više oslanjala na koncepciju dužničke ekonomije i financijsku pomoć iz inozemstva donoseći važne ekonomske odluke, pa tako i one vezane za privatizaciju, na voluntaristički-intervencionistički način.<sup>35</sup>

Privatizacijom je došlo do prepuštanja značajnog dijela državne imovine tržištu, čime se ograničio prostor djelovanja ekonomske politike i države na gospodarski razvoj. Razvojna strategija je prepuštena vlasnicima, što ne mora biti i u interesu države. Najbolji primjer za to je privatizacija bankarskog sektora.

---

<sup>32</sup> JURČIĆ, LJ. Hrvatska- atipičan model gospodarenja (2010) str.862.

<sup>33</sup> DRUŽIĆ, G. Polazišta, ciljevi i mogući smjerovi razvitka hrvatskog gospodarstva (2003) str.534.

<sup>34</sup> KOBSA, O.:Stabilizacijska politika Hrvatske 1990-2005. (2008) str.77

<sup>35</sup> MEDIĆ, Đ. Uzroci tranzicijske krize u Hrvatskoj (2010.) 117.str

Transformacija bankarskog sektora praćena je brojnim problemima i predstavljala je teret za državu koja je u nekoliko navrata morala provoditi sanaciju kako bi riješila probleme likvidnosti i solventnosti, te osposobila banke da bi mogle uspješno posloovati. Dug središnje države zbog sanacije banaka do 1998. godine prikazan je u *Tablici 4*. Prema analizama Hrvatske Narodne Banke iz 1991. godine, skoro polovica poslovnih banaka u Hrvatskoj je bilo insolventno. Problem insolventnosti bankarskog sustava posljedica je transformacije gospodarskog sustava, ali i bivšeg naslijeđa u kojem banke nisu bile usmjerene na profitabilne ciljeve, nego je njihova uloga bila odobravanje kredita poduzećima koja su ujedno bila i osnivači poslovnih banaka. Poslovne banke su u biti bile servis za provođenje planova organizacija udruženog rada i društveno-političkih zajednica, čija su temeljna načela poslovanja bili društvena opravdanost proizvodnje i investicija. Sigurnost, likvidnost i profitabilnost su bili sekundarni ciljevi.<sup>36</sup>

**Tablica 4: Dug središnje države zbog sanacije banaka(u milijunima dolara)**

	1991.	1995.	1996.	1997.	1998.
1. Domaći dug središnje države	4.106,0	3.083,1	2.982,2	2.317,7	2.192,5
1.1 Linearna sanacija banaka	4.106,0	3.007,9	2.419,9	1.789,9	1.614,0
1.2 Pojedinačna sanacija banaka	0,0	0,0	473,7	405,8	484,2
1.3 Ostali domaći dug	0,0	75,2	88,6	122,0	94,2
2. Inozemni dug središnje države*	149,7	1.085,3	2.557,3	3.065,6	3.444,8
U tome: obveznice serije A i B	0,0	0,0	1.464,2	1.428,4	1.404,6
3. Ukupni dug središnje države (1+2)	4.255,7	4.168,4	5.539,5	5.383,3	5.637,3
4. Obveze banaka prema RH <sup>b</sup>	0,0	0,0	760,5	652,8	666,9
5. Dug radi sanacije banaka (1.1+1.2+2.1-4)	4.106,0	3.007,9	3.597,3	2.971,3	2.836,0
6. Bruto domaći proizvod (BDP)	18.180,4	18.811,1	19.871,1	19.946,5	21.320,2
7. Udio sanacije u ukupnom dugu (5./3. u %)	96,5	72,2	64,9	55,2	50,3
8. Udio ukupnog duga u BDP-u (3./6. u %)	23,4	22,2	27,9	27,0	26,4

\* procjena za 1995. godinu

<sup>b</sup> izdavanjem tih obveznica država je preuzela određene inozemne obveze banaka

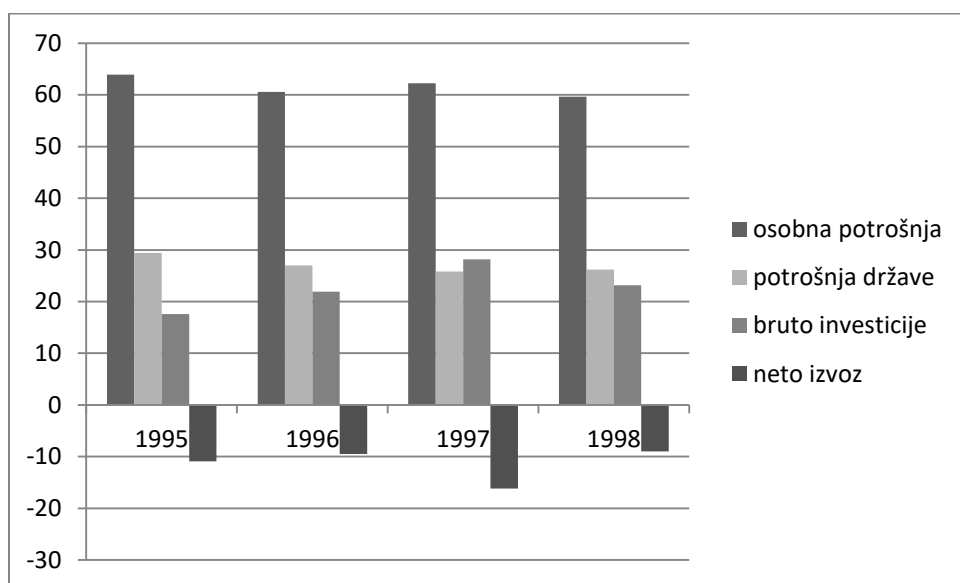
Izvor: JANKOV, LJ.: Problemi banaka: uzroci, način rješavanja i posljedice (HNB, 2000)

Privatizacijom bankarskog sustava promijenila se vlasnička struktura banaka koje su uglavnom postale strano vlasništvo. Oko 90% banaka prodano je vodećim regionalnim bankama u Europi. Nažalost, Hrvatska je time izgubila monetarnu suverenost, a strane banke su, prebacivši dio poslovanja u Hrvatsku, ostvarivale visoku dobit. Kamatne stope na bankovne kredite u Hrvatskoj su bile znatno više u usporedbi sa razvijenim europskim zemljama, što je motiviralo strane banke za ulazak na hrvatsko tržište. Osim visokih kamatnih

<sup>36</sup> SAJTER, D.: Rano predviđanje poslovnih poteškoća banaka (2005) str.58.-59.

marži jedan od motiva svakako je bio i neiskorišteni kreditni potencijal hrvatskog stanovništva i poduzeća.<sup>37</sup>

Privatizacijom bankarskog sektora stvoren je bankocentrični finansijski sustav kojim upravlja inozemni kapital zanemarujući potrebe domaćeg realnog sektora.<sup>38</sup> Naime, ulaskom na hrvatsko tržište inozemne banke su povećale obujam kredita potičući domaću potražnju, a da pri tom nisu bile okrenute tehnološki slabo opremljenom i relativno nisko profitabilnom proizvodnom sektoru. Kreditna ekspanzija je omogućila veću potrošnju stanovništva koje postaje najznačajniji klijent banaka. To se negativno odrazilo na investicije koje su trebale generirati gospodarski rast i razvoj. Veću potrošnju stanovništva, uz veću dostupnost kredita, omogućilo je i značajno povećanje plaća te izdašniji transferi države u obliku mirovina i raznih socijalnih davanja.<sup>39</sup> Na *Grafikonu 2* prikazana je struktura BDP-a od 1995.-1998. godine na kojem je vidljivo da je komponenta osobne potrošnje izrazito važna stavka BDP-a.



**Grafikon 2 : Struktura BDP-a Republike Hrvatske (1995.-1998.)**

Izvor: Mervar, A., Nestić, D.: Makroekonomska politika i gospodarski rast u Hrvatskoj: Stanje i perspektive (1999)

Na grafikonu je prikazan pad državne potrošnje, ali to je zbog toga što se prema metodologiji izrade nacionalnih računa u kategoriju potrošnje sektora države nisu ubrajali povećani državni izdaci u obliku kapitalnih rashoda te transferi i subvencije. Javna potrošnja u Hrvatskoj je

<sup>37</sup> KRTALIĆ, S., BENAZIĆ, M: Inozemni dug Hrvatske: ima li izlaza? Economics 14 (2), (2008) str. 342.

<sup>38</sup> DOMAZET, T: (Pre)zaduženost- prepreka održivom razvoju (2008) str.311

<sup>39</sup> MERVAR, A. , NESTIĆ, D.: Makroekonomska politika i gospodarski rast u Hrvatskoj: Stanje i perspektive (1999) str. 345

rasla i rashodi državnog proračuna su se povećavali. Država je očekivala da će tako potaknuti proizvodnju, ali Keynesova teorija se nije ostvarila u hrvatskom gospodarstvu. Razlog tome je sama struktura proračunskih rashoda koji uglavnom obuhvaćaju administraciju i socijalna davanja, odnosno tekući rashodi koji imaju učinak samo u jednoj godini. Država je putem socijalnih davanja alocirala sredstva i povećavala kupovnu moć stanovništva iz nižih slojeva potičući potrošnju. Ali zbog visoke granične sklonosti uvozu zemlje takav potez nije izazvao pozitivne efekata na domaću ekonomiju. Štoviše, zbog ekspanzije javne potrošnje usmjerene većim dijelom na potrošnju, a tek manjim dijelom na investicije te uz loše izvozne karakteristike domaće proizvodnje, došlo je do stvaranja kroničnog deficita tekućeg računa i gomilanje inozemnog zaduženja.<sup>40</sup>

Visoka sklonost potrošnji u ovom razdoblju bila je uvjetovana potrebom obnove fonda trajnih potrošnih dobara u sektoru kućanstava, ali i određenim potrebama izgradnje i opremanja institucija suverene države. Budući da je visoka domaća potrošnja najvećim dijelom financirana inozemnim zaduživanjem, došlo je do privremenog transfera kupovne moći iz inozemstva.<sup>41</sup>

Povećanje investicija u promatranom razdoblju strukturom ne pruža zadovoljavajući poticaj budućem gospodarskom rastu. Većina investicija se odnosi na građevinske radove, što se odnosi prije svega na obnovu kuća i prometnu infrastrukturu. Oko trećine ukupnih investicija se odnosi na strojeve i opremu, a samo 3% čine investicije u proizvodnju proizvoda koji bi se mogli plasirati na svjetsko tržište.<sup>42</sup>

Stabilizacijske reforme dovele su do pozitivnih stopa rasta BDP-a i oporavka gospodarstva, no ubrzo se pokazalo da taj program nije stabilizacijski već samo antiinflacijski. Iako je hrvatska ekonomija bilježila pozitivne stope rasta, iz strukture BDP-a jasno je da je pokretač gospodarskog rasta domaća potražnja. Porast konzumerističkih tendencija domaćih sektora bio je veći od štednje, a budući da je domaća štednja bila nedostatna, potrošnja se uglavnom financirala inozemnim zaduživanjem. Upravo je činjenica da se zaduživanjem u najvećoj mjeri financirala tekuća potrošnja, umjesto dugoročno rentabilnih investicijskih aktivnosti, razlog gomilanja inozemne zaduženosti Hrvatske. Time je izostavljena razvojna komponenta te je potpuno jasno da stabilizacijski program nije ispunio svoju zadaću, a nije ni stvorio pretpostavke za rješavanje ključnih gospodarskih problema u budućnosti.

---

<sup>40</sup> ŠKARE, M., ŠKRTIĆ, D.: Može li aktualna fiskalna politika potaknuti gospodarski rast u Hrvatskoj? (2002) str. 132-136

<sup>41</sup> MERVAR, A., NESTIĆ, D. Makroekonomska politika i gospodarski rast u Hrvatskoj: stanje i perspektive (1999) str. 346

<sup>42</sup> Ibid

### 3.2.3. Analiza gospodarskih kretanja i inozemnog duga u predkriznom razdoblju

1999. godinu obilježila je negativna stopa rasta BDP-a od 1,5 %. Nakon toga uslijedilo je razdoblje ekonomskog rasta. Analiziramo li podatke u *Tablici 5* gdje su prikazani indikatori gospodarskog razvoja Republike Hrvatske za razdoblje od 2000. do 2007. godine uočava se stabilan rast BDP-a i pad nezaposlenosti. Međutim, važno je razlikovati rast i razvoj. Rastom BDP-a mjerimo rast gospodarstva, ali razvoj se promatra kao kvalitativna kategorija rasta, odnosno kroz rast svih makroekonomskih agregata.<sup>43</sup> Uzme li se u obzir kretanje osnovnih makroekonomskih pokazatelja, vidljive su značajne makroekonomske neravnoteže u hrvatskoj ekonomiji. Zbog ukupne ekonomske politike koja podržava uvozu usmjerenost gospodarstva, ostvaruje se negativni saldo na tekućem računu platne bilance tijekom cijelog predkriznog razdoblja. To doprinosi povećanju inozemnog duga koji tijekom promatranog razdoblja bilježi visoke stope rasta. Udio duga opće države u BDP-u se povećavao do 2005. godine, nakon čega bilježi blagi pad. Prosječna stopa rasta BDP-a u promatranom razdoblju iznosila je 4,5%.

**Tablica 5: Kretanje osnovnih makroekonomskih pokazatelja u razdoblju od 2000.-2007.g**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>BDP (u mil EUR)</b>	23.611	26.003	28.565	30.721	33.469	36.512	40.208	43.935
<b>Stope rasta BDP-a</b>	3,8	3,4	5,2	5,6	4,1	4,2	4,8	5,2
<b>Izvoz roba i usluga (% BDP)</b>	35,2	37,2	36,2	39,7	39,7	39,4	39,7	39,0
<b>Uvoz roba i usluga (%BDP)</b>	39,6	42,3	45,6	46,4	45,6	45,5	46,5	46,3
<b>Tekući račun platne bilance (%BDP)</b>	-2,2	-2,9	-7,1	-5,9	-4,0	-5,2	-6,5	-7,1
<b>Dug opće države (%BDP)</b>	35,5	36,5	36,6	38,1	40,4	41,3	38,9	37,7
<b>Stopa nezaposlenosti</b>	16,1	15,8	14,8	14,3	13,8	12,7	11,2	9,9
<b>Inozemni dug (u mil EUR)</b>	12.264	13.609	15.144	19.884	22.933	25.990	29.725	33.721

Izvor: Obrada autora prema podacima HNB-a

<sup>43</sup> Smilaj, D.: Javni dug i gospodarski razvoj (2004), str.338.

### 3.2.2. Analiza bruto inozemnog duga prema domaćim sektorima u predkriznom razdoblju

Za analizu inozemne zaduženosti važno je uzeti u obzir i zaduženost pojedinog sektora unutar nekog gospodarstva. U *Tablici 6* je prikazano stanje i struktura bruto inozemnog duga domaćih sektora (država, banke, HNB, ostali sektori te inozemna izravna ulaganja) Republike Hrvatske od 2000. do 2007. godine.

**Tablica 6: Stanje i struktura bruto inozemnog duga RH prema domaćim sektorima (2000.- 2007.godine)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>DRŽAVA</b>	<b>5.438,6</b>	<b>6.062,3</b>	<b>5.995,4</b>	<b>6.744,1</b>	<b>7.440,3</b>	<b>7.451,0</b>	<b>7.345,0</b>	<b>8.133,3</b>
Kratkoročno	388,5	0	0	0	0	9,0	123,9	43,7
Dugoročno	5.050,1	6.062,3	5.995,4	6.744,1	7.440,3	7.442,0	7.221,1	8.089,6
<b>SREDIŠNJA BANKA</b>	<b>216,4</b>	<b>215,9</b>	<b>23,2</b>	<b>365,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
Kratkoročno	44,9	76,9	23,2	365,9	2,4	2,6	2,6	2,3
Dugoročno	171,5	139	0	0	0	0	0	0
<b>BANKE</b>	<b>2.250,8</b>	<b>2.918,0</b>	<b>4.180,4</b>	<b>6.531,1</b>	<b>8.047,3</b>	<b>9.195,4</b>	<b>10.405,8</b>	<b>8.948,8</b>
Kratkoročno	8,2	2,6	0,3	604,6	1.969,1	2.505,0	3.362,7	2.360,4
Dugoročno	2.242,6	2.915,3	4.180,1	5.926,6	6.078,2	6.690,4	7.043,1	6.588,4
<b>OSTALI SEKTORI</b>	<b>3.778,9</b>	<b>3.878,4</b>	<b>4.272,9</b>	<b>5.377,2</b>	<b>6.347,1</b>	<b>7.927,5</b>	<b>10.188,6</b>	<b>13.729,4</b>
Kratkoročno	158,8	172,5	121,7	172,7	174,2	232,0	271,9	793,5
Dugoročno	3.620,1	3.705,9	4.151,2	5.164,5	6.173,0	7.695,5	9.916,7	12.935,9
<b>IZRAVNA ULAGANJA</b>	<b>578,8</b>	<b>534,6</b>	<b>672,0</b>	<b>905,6</b>	<b>1.096,3</b>	<b>1.413,4</b>	<b>1.783,0</b>	<b>2.907,0</b>
<b>UKUPNI INOZEMNI DUG</b>	<b>12.263,6</b>	<b>13.609,3</b>	<b>15.144,0</b>	<b>19.883,9</b>	<b>22.933,4</b>	<b>25.990,0</b>	<b>29.725,0</b>	<b>33.720,8</b>

Izvor: Obrada autora prema podacima HNB-a

Prema podacima prikazanim u tablici uočavamo kontinuirano povećanje ukupnog inozemnog duga. Do 2003. godine najzaduženiji sektor bila je država. Iz ročne strukture duga države zaključujemo da se ona uglavnom financirala dugoročnim kreditima i izdavanjem obveznica. Inozemni dug Hrvatske narodne banke u promatranom razdoblju bio je vezan

isključivo uz stvarno korištenje i otplatu sredstava po osnovi sklopljenih stand-by aranžmana koje je Republika Hrvatska zaključila s Međunarodnim monetarnim fondom.<sup>44</sup> Dug sektora banaka zabilježio je najveći rast u promatranom razdoblju te su 2004. godine banke postale najzaduženiji sektor u inozemstvu. Inozemni dug banaka u 2000. godini iznosio je 2.250,8 mil. EUR, da bi 2006. dosegao iznos od 10.405,8 mil. EUR. Povećanjem udjela duga banaka u ukupnom inozemnom dugu povećavalo se i udio kratkoročnog duga u ukupnom bruto inozemnom dugu. 2007. godine inozemni dug banaka se smanjuje, dok rast zaduženosti bilježe ostali sektori (nefinancijska poduzeća, ostale financijske institucije, obrtnici, slobodne profesije i stanovništvo)<sup>45</sup> koji tada postaju najzaduženiji sektor. Inozemni dug ostalih sektora 2007. godine iznosio je 13.729,4 mil. EUR. Inozemni dug po osnovi inozemnih izravnih ulaganja također bilježi visoke stope rasta. Tako je iznos duga od 578,8 mil. EUR na početku promatranog razdoblja dosegao razinu od 2.907 mil. EUR u 2007. godini.

Rast zaduživanja države u inozemstvu rezultat je rastuće javne potrošnje i deficita koji je kreirao javni sektor u svrhu poticanja ekonomskog rasta. U nedostatku domaće štednje država se zaduživala u inozemstvu kako bi oživjela investicijske aktivnosti. Javna potrošnja se do 2000. godine financirala dijelom zaduživanjem, a većim dijelom prodajom državne imovine. Neefikasnost fiskalne politike devedesetih očituje se u tome što se unatoč prihodima od privatizacije država zaduživala, a i dalje nije uspjela stvoriti uvjete za brži ekonomski rast. Nakon 2000. godine prodaja državne imovine za financiranje državnog proračuna je vrlo rijetka te se radi samo o nekoliko velikih inozemnih izravnih ulaganja.<sup>46</sup>

Od 2000. godine država pokreće snažna ulaganja u infrastrukturu, gdje prevladavaju ulaganja u izgradnju cesta. Javna ulaganja su bila glavni pokretač rasta gospodarstva u razdoblju prije krize. Međutim, ulaganja u infrastrukturu imala su slab učinak na produktivnost i konkurentnost realnog sektora, što je uzrokovalo povećanje deficita platne bilance i inozemnog duga. Ipak, izgradnja autocesta pozitivno je djelovala na konkurentnost turizma djelujući na povećanje izvoza usluga, što je dovelo do ublažavanja deficita tekućeg računa platne bilance.<sup>47</sup>

---

<sup>44</sup> GALINEC, D., *Financiranje i granice održivosti deficita tekućeg računa platne bilance Republike Hrvatske* (2007), str.112.

<sup>45</sup> Preko 80% inozemnog duga ostalih sektora odnosi se na dug nefinancijskih poduzeća

<sup>46</sup> DOMAZET, T. (Pre)zaduženost- prepreka održivom razvoju (2008) str. 319

<sup>47</sup> NOVOTNY, D., *Javni i vanjski dug RH: utjecaj na ekonomski rast, stvaranje novih ekonomskih struktura i održivo upravljanje* (2008) str. 367.

Klasifikacijom inozemnog duga prema domaćim sektorima država je bila najveći dužnik do 2003. godine. Nakon toga se sve više zadužuje na domaćem tržištu kako bi doprinijela razvoju domaćeg financijskog tržišta te smanjila valutni i kamatni rizik (*Tablica 7*).

Zaduživanjem na domaćem tržištu država je posredno generirala porast inozemne zaduženosti banaka, jer u biti zaduživanje države na domaćem tržištu značilo je da se država zadužuje kod banaka u Hrvatskoj koje se zadužuju kod svojih matičnih banaka u inozemstvu. To je imalo negativne posljedice na hrvatsko gospodarstvo jer je došlo do tzv. crowding out efekta, odnosno zaduživanjem države na domaćem tržištu smanjuju se mogućnosti ili se pogoršavaju uvjeti za zaduživanje privatnog sektora. Uz to, zaduživanje na domaćem tržištu je skuplje, odnosno kamate su više u odnosu na zaduživanje u inozemstvu.<sup>48</sup>

**Tablica 7: Javni dug RH u razdoblju od 2002.-2006.**

Dug opće države u mil. kuna	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
<b>1. Unutarnji dug</b>	<b>32.012</b>	<b>35.314</b>	<b>42.721</b>	<b>56.046</b>	<b>61.045</b>
1.1 Središnja država	23.320	28.160	37.223	50.559	54.235
1.2 Državni fondovi	7.659	6.247	3.911	3.935	5.168
1.3 Lokalna država	1.023	906	1.586	1.552	1.641
<b>2. Vanjski dug</b>	<b>40.550</b>	<b>40.832</b>	<b>50.267</b>	<b>45.378</b>	<b>41.565</b>
2.1 Središnja država	37.388	41.048	42.095	36.433	32.486
2.2 Državni fondovi	2.755	4.463	7.926	8.725	8.903
2.3 Lokalna država	394	321	246	218	152
<b>3. Ukupni javni dug</b>	<b>72.550</b>	<b>81.147</b>	<b>92.988</b>	<b>101.424</b>	<b>102.585</b>

Izvor: NOVOTNY, D., Javni i vanjski dug RH: utjecaj na ekonomski rast, stvaranje novih ekonomskih struktura i održivo upravljanje (2008)

Razdoblje od 2000. do 2007. obilježila je snažna kreditna aktivnost banaka koja je inicijalno bila zasnovana na rastu domaćih depozita krajem 2001. godine, nakon čega je u drugoj polovici 2002. uslijedio snažan porast zaduživanja banaka u inozemstvu.<sup>49</sup> Nakon 2004. godine banke zauzimaju poziciju najzaduženijeg sektora u inozemstvu. Ukupni domaći krediti

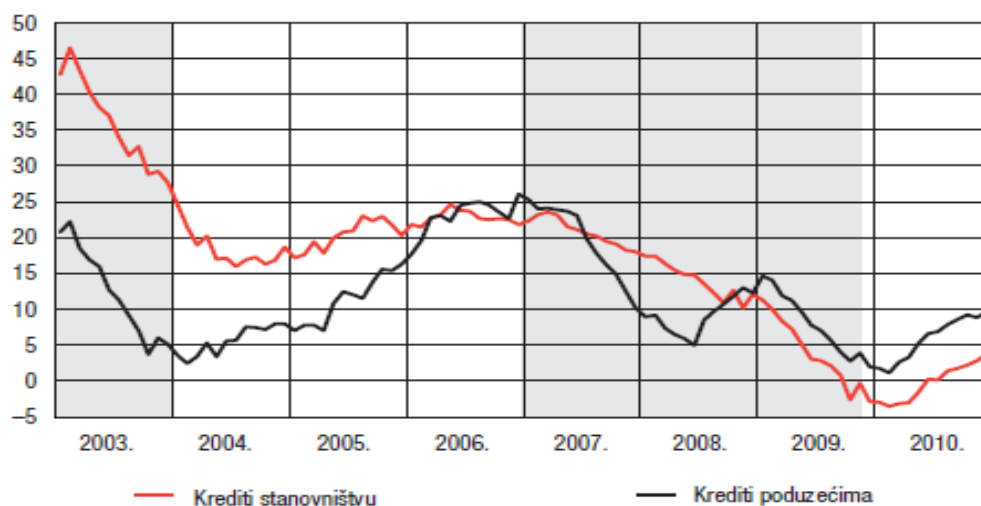
<sup>48</sup> DOMAZET, T. (Pre)zaduženost- prepreka održivom razvoju (2008) str. 320

<sup>49</sup> AHEC-ŠONJE, A. et al.: Ekspanzija kredita i potrošnje, Privredna kretanja i ekonomska politika Vol.13. No.94 (2003) str.13



su rapidno rasli, pri čemu je važno naglasiti kako su krediti sektoru stanovništva rasli brže nego sektoru poduzeća. Dok je u 1994. udio poduzeća u ukupnim kreditnim plasmanima banaka iznosio 80,66%, u 2006. on se smanjio na 41,17%. S druge strane, udio je stanovništva u tim plasmanima porastao od 15,23 % u 1994. na 50,33 % u 2006. Ove brojke dovoljno govore o tome odakle bujanje osobne potrošnje na štetu investicija i razvoja.<sup>50</sup>

U situaciji u kojoj ne postoji potpuna kontrola nad proračunskim deficitom i nad deficitom platne bilance, kreditna ekspanzija može ozbiljno narušiti makroekonomsku stabilnost zemlje. Zbog toga je Hrvatska narodna banka morala donijeti niz mjera kako bi usporila rast kredita. Na *Grafikonu 3* su prikazane godišnje stope rasta kredita banaka stanovništvu i poduzećima. Osjenčana područja označuju razdoblja kad su na snazi bila administrativna ograničenja rasta plasmana banaka. Primjećuje se da u vrijeme kada je HNB provodila mjere kako bi obuzdala kreditni rast, dolazi do smanjivanja stope rasta kredita i stanovništvu i poduzećima. Međutim, kreditni plasmani su i dalje bili visoki.



**Grafikon 3: Kretanje kredita banaka stanovništvu i poduzećima u Hrvatskoj (godišnje stope rasta)**

Izvor: LJUBAJ, I., Ocjena utjecaja monetarne politike na kredite stanovništvu i poduzećima: FAVEC pristup (2012)

Postoji više razloga zašto su se banke više okrenule kreditiranju stanovništva. Jedan od razloga je zasigurno stanje hrvatskih poduzeća. Naime, uslijed slabljenja konkurentnosti

<sup>50</sup> SANTINI, G., Iluzije i stvarnost hrvatskog gospodarstva (2007) str. 62

domaćih poduzeća i poteškoća pri naplati potraživanja zbog neefikasnog pravosuđa, banke su se okretale stanovništvu zbog manjeg rizika i efikasnijih kolaterala.<sup>51</sup>

Kao drugi razlog većeg udjela stanovništva u broju kreditnih plasmana navodi se kreditna politika banaka. Naime, kako bi izbjegle mjere HNB-a kojim se nastojala smanjiti kreditna ekspanzija, poslovne banke su preko svojih društava za leasing upućivale klijente (poduzeća) inozemnim kreditorima (najčešće inozemnim vlasnicama hrvatskih banaka), jer su tako veći dio dopuštenog kreditnog rasta mogle usmjeravati stanovništvu koje nema drugi izvor financiranja.<sup>52</sup> Tako su se poduzeća znatno financirala i iz drugih izvora osim kod poslovnih banaka što je velikim dijelom utjecalo na to da su od 2007. godine najzaduženiji sektor u inozemstvu postali *ostali sektori*.

Izravna ulaganja u Hrvatsku bilježila su povećanje iz godine u godinu, ali su i dalje ispod prosjeka tranzicijskih zemalja, zahvaljujući lošoj investicijskoj klimi u zemlji. No visina izravnih ulaganja ne predstavlja problem, već njihova struktura, vrsta i učinak na hrvatsko gospodarstvo. Izravna ulaganja uglavnom su se odnosila na preuzimanje vlasničkih udjela putem privatizacije, dok su najmanje zastupljene *greenfield* investicije koje bi imale najveći učinak na rast i razvoj. Tako nije došlo do stvaranja novih kompanija ili novih poboljšanih oblika poslovanja. Bez investicija koje bi donijele nove tehnologije u prerađivačke industrije došlo je do zaostajanja čitavog gospodarstva što je pridonijelo uvoznoj ovisnosti domaće privrede. Prema podacima HNB-a, više od 70% izravnih stranih investicija odnosilo se na djelatnosti koje nisu izvozno orijentirane.<sup>53</sup>

Iz strukture izravnih stranih investicija, prikazanih na *Grafikonu 4*, vidljivo je da je sektor uslužne djelatnosti zaprimio najveći udio izravnih stranih ulaganja, gdje se ističe financijsko posredovanje, osim osiguravajućih društava i mirovinskih fondova s udjelom od preko 35%, zatim trgovina na veliko i posredovanje u trgovini na što se odnosi 11% stranih ulaganja. Slijede pošta i telekomunikacije (5,4%), poslovanje nekretninama (5,2%) te trgovina na malo(4,6%).

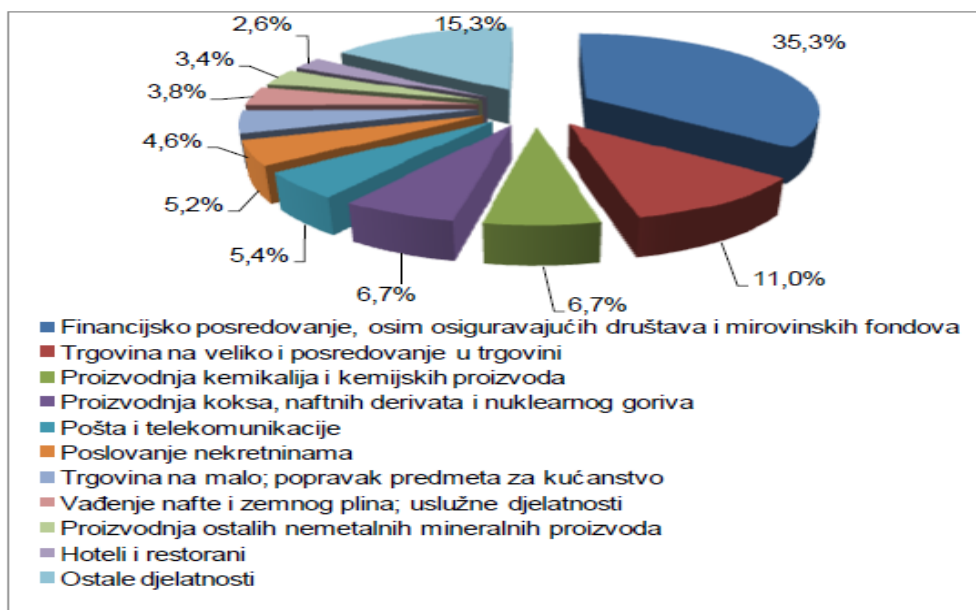
---

<sup>51</sup> VEDRIŠ, M. et al. Vanjski dug: posljedice prethodne politike i mogući uzrok usporavanja budućeg razvoja, (2007) str. 314

<sup>52</sup> LJUBAJ, I., Ocjena utjecaja monetarne politike na kredite stanovništvu i poduzećima: FAVEC pristup (2012) str. 2

<sup>53</sup> BUTERIN, D., BLEČIĆ, M.:Učinci izravnih stranih ulaganja u Hrvatsku ,Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 1 (2013), str. 144.-146

Najveći priljev direktnih stranih investicija u proizvodne djelatnosti ostvaren je u proizvodnji kemikalija i kemijskih proizvoda(6,7%), zatim u proizvodnji koksa, naftnih derivata i nuklearnog goriva (6,7%), proizvodnji ostalih nemetalnih proizvoda (3,4%). Iz strukture inozemnih izravnih ulaganja vidljiv je nedostatak ulaganja u proizvodne djelatnosti, što je imalo za posljedicu izostanak rasta konkurentnosti, zaposlenosti i izvoza.



**Grafikon 4: Struktura izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku u razdoblju od 1993.-2008. prema sektorima**

Izvor: MAJIĆ, T. Ekonomska politika u funkciji povećanja izvozne konkurentnosti Republike Hrvatske (2012) Zagreb str.128

Razdoblje do 2008. godine obilježilo je povećanje životnog standarda hrvatskih građana, ali i stvaranje značajnih makroekonomskih neravnoteža. Ekonomski rast se temeljio na prekomjernoj javnoj i osobnoj potrošnji koja je najvećim dijelom financirana iz inozemnih izvora. Kontinuiranim povećanjem inozemne zaduženosti stvorena je visoka ovisnost zemlje o stranim vjerovnicima, zbog čega je postala iznimno osjetljiva na turbulencije na svjetskim tržištima.

### 3.2.5. Analiza gospodarskih kretanja i inozemnog duga za vrijeme krize

Slomom tržišta hipotekarnih kredita u SAD-u 2007. godine započela je financijska kriza koja se zbog visok stupanj globaliziranosti financijskih sustava proširila na cijeli svijet. Širenjem krize na realni sektor došlo je do pada opće gospodarske aktivnosti. Hrvatska, kao mala i visokozadužena zemlja, izrazito je osjetljiva na eksterne šokove. Tako se utjecaj ekonomske krize snažno odrazio na kretanja u domaćoj privredi. Gospodarska aktivnost u zemlji se počela smanjivati sredinom 2008. godine uz izraziti trend pada, da bi 2009. počelo dugo razdoblje recesije s kojom se zemlja suočava do 2015. godine. Izlazak iz recesije bio je sporiji od ostalih zemalja u regiji. Razlog tome su zasigurno strukturni problemi domaćeg gospodarstva koji su se gomilali u predkriznom razdoblju. Kao razlog može se navesti i negiranje vlasti da će globalna kriza utjecati na domaće gospodarstvo. Naime, iako je već bilo jasno da se u 2009. godini očekuje pad BDP-a, Vlada je donijela proračun koji se temeljio na projekciji rasta BDP-a od 2% i predviđao deficit od 0.9%.<sup>54</sup> Time su izostale pravovremene mjere kako bi se izbjegla ozbiljna recesija.

Financijska kriza u malom otvorenom gospodarstvu dovodi do povećanja troškova inozemnog zaduživanja i smanjenja priljeva kapitala te do slabije potražnje za izvoznim proizvodima i uslugama.<sup>55</sup> Zbog širenja krize na realni sektor u razvijenim zemljama došlo do smanjenja potražnje, što je negativno utjecalo na hrvatski izvoz koji se smanjio za 4% u 2009. godini u odnosu na 2008. ( *Tablica 8*). Međutim, kriza je utjecala i na domaću potrošnju te je došlo do smanjenja uvoza u još većem postotku, što je pozitivno djelovalo na saldo tekućeg računa platne bilance. Ukoliko pogledamo kretanje uvoza i izvoza u promatranom razdoblju, zaključujemo da je kriza pozitivno djelovala na tekući račun platne bilance koja od 2012. bilježi suficit. Kriza je utjecala na povećanje stope nezaposlenosti koja 2014. bilježi stopu od 17,3%, što je dvostruko više od 2008. godine. Udio duga opće države u BDP-u bilježi visoke stope rasta, te 2011. prelazi granicu od 60% prema Maastrichtu, a 2014. godine iznosi čak 86,5%. Inozemna zaduženost zemlje se također povećava, dok je najveći porast zabilježen 2009. godine kada je inozemni dug porastao za 12,34% u odnosu na prethodnu godinu.

---

<sup>54</sup> MLIKOTIĆ, S.: Globalna financijska kriza- uzroci, tijek i posljedice (2009) str.90

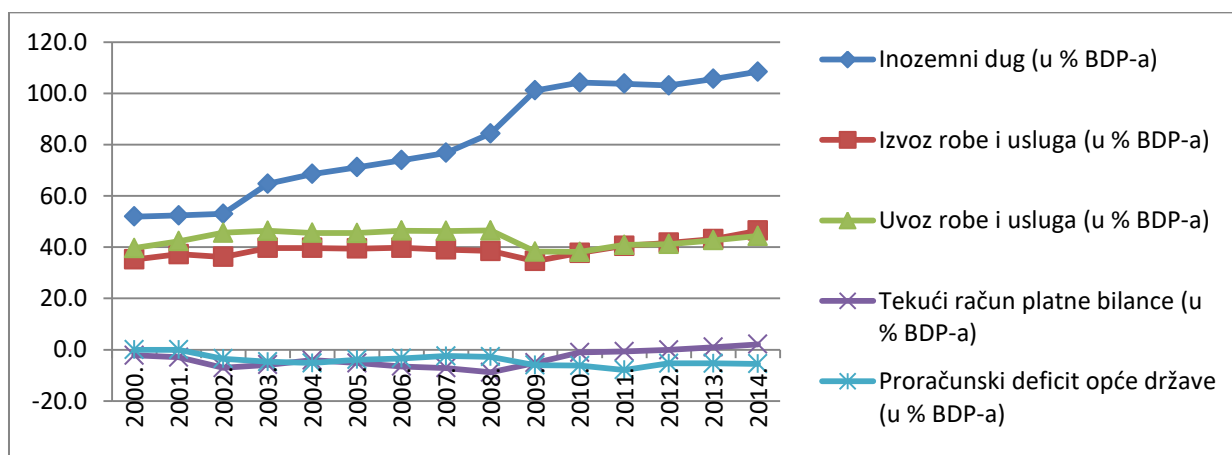
<sup>55</sup> BOKAN, N. et al: Utjecaj financijske krize i reakcije monetarne politike u Hrvatskoj (2010) str.1

**Tablica 8: Kretanje osnovnih makroekonomskih pokazatelja od 2008.-2014. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>BDP (u mil EUR)</b>	48.135	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045
<b>Stope rasta BDP-a</b>	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,4
<b>Izvoz roba i usluga (%BDP)</b>	38,5	34,5	37,8	40,5	41,7	43,1	46,4
<b>Uvoz roba i usluga (%BDP)</b>	46,5	38,2	38,1	40,9	41,2	42,7	44,4
<b>Tekući račun platne bilance (%BDP)</b>	-8,8	-5,1	-1,1	-0,7	0,0	1,0	2,1
<b>Dug opće države (%BDP)</b>	39,6	49,0	58,3	65,2	70,7	82,2	86,5
<b>Stopa nezaposlenosti</b>	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,3
<b>Inozemni dug (u mil EUR)</b>	40.590	45.600	46.908	46.397	45.297	45.958	46.664

Izvor: Obrada autora prema podacima HNB-a

Na *Grafikonu 5* prikazana su kretanja osnovnih makroekonomskih pokazatelja od 2000. do 2014. godine. Usporedimo li kretanja osnovnih makroekonomskih pokazatelja za vrijeme krize s onima iz predkriznog razdoblja, možemo uočiti da su se dogodile pozitivne promjene samo kad je u pitanju tekući račun platne bilance. Smanjenje domaće potrošnje dovelo je do pada BDP-a, ali je pozitivno djelovalo na uvoz. Primjetan je porast proračunskog deficita opće države, te snažan porast inozemne zaduženosti od 2009. godine.



**Grafikon 5: Kretanje makroekonomskih pokazatelja hrvatskog gospodarstva od 2000.-2014. (u % od BDP-a)**

Izvor: obrada autora prema podacima HNB-a

### 3.2.6. Analiza bruto inozemnog duga prema domaćim sektorima za vrijeme krize

Usporedimo li kretanje inozemne zaduženosti domaćih sektora za vrijeme krize (*Tablica 9*) s onim iz predkriznog razdoblja, uočavamo određene razlike. Ostali sektori (nefinancijska poduzeća, ostale financijske institucije, obrtnici, slobodne profesije i stanovništvo) su status najzaduženijeg sektora od 2007. godine zadržali i za vrijeme krize, ali je primjetan trend postepenog smanjenja zaduženosti tog sektora. Razdoblje krize karakterizira kontinuirano povećanje inozemnog duga sektora države koja je u predkriznom razdoblju smanjivala dinamiku zaduživanja u inozemstvu, orijentirajući se više na zaduživanje na domaćem tržištu. Sektor banaka bilježi povećanje inozemne zaduženosti do 2011. godine, ali nižim stopama rasta nego što je to bilo prije krize. Dosegnuvši razinu duga od 12.207,9 mil. EUR. u 2011. godini dolazi do postepenog pada zaduženja banaka u inozemstvu. Inozemni dug po osnovi izravnih ulaganja se povećava iz godine u godinu, izuzevši 2011. godinu kada je zabilježen blagi pad. Usporedimo li s kretanjem prije krize, primjetno je da je u razdoblju krize inozemni dug po osnovi izravnih ulaganja rastao mnogo sporije.

**Tablica 9: Stanje i struktura bruto inozemnog duga RH prema domaćim sektorima (2008.- 2014.godine)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>DRŽAVA</b>	<b>8.569,7</b>	<b>9.969,2</b>	<b>10.739,1</b>	<b>11.088,5</b>	<b>12.353,9</b>	<b>14.225,3</b>	<b>15.369,1</b>
Kratkoročno	85,4	351,1	468,3	157,9	118,1	269,6	83,8
Dugoročno	8.484,3	9.618,1	10.270,7	10.930,6	12.235,8	13.955,8	15.312,3
<b>SREDIŠNJA BANKA</b>	<b>2,3</b>	<b>322,2</b>	<b>357,3</b>	<b>360,1</b>	<b>350,0</b>	<b>421,5</b>	<b>444,9</b>
Kratkoročno	2,3	1,1	1,2	0,1	0	83,5	83,6
Dugoročno	0	331,1	356,1	360	350,0	338,0	361,3
<b>BANKE</b>	<b>10.307,2</b>	<b>11.066,9</b>	<b>11.212,4</b>	<b>12.207,9</b>	<b>9.885,8</b>	<b>9.156,8</b>	<b>8.160,1</b>
Kratkoročno	3.792,4	3.091,6	3.173,6	3.953,1	2.024,2	2.317,1	1.950,9
Dugoročno	6.514,6	7.975,3	8.038,8	8.254,7	7.861,6	6.839,7	6.209,1
<b>OSTALI SEKTORI</b>	<b>17.844,5</b>	<b>18.716,7</b>	<b>18.463,2</b>	<b>17.723,3</b>	<b>17.320,3</b>	<b>16.456,2</b>	<b>16.282,7</b>
Kratkoročno	826,7	626,6	912,5	915,8	1.130,2	626,4	717,4
Dugoročno	17.017,8	18.090,1	17.550,7	16.807,6	16.190,1	15.829,8	15.565,4
<b>IZRAVNA</b>	<b>3.866,5</b>	<b>5.515,5</b>	<b>6.136,5</b>	<b>5.017,4</b>	<b>5.286,2</b>	<b>5.698,5</b>	<b>6.380,1</b>

<b>ULAGANJA</b>							
<b>UKUPNI</b>	<b>40.590</b>	<b>45.600,4</b>	<b>46.908,4</b>	<b>46.948,4</b>	<b>45.297,2</b>	<b>46.085,3</b>	<b>46.663,8</b>
<b>INOZEMNI</b>							
<b>DUG</b>							

Izvor: obrada autora prema podacima HNB-a

Preljevanje financijske krize na domaću ekonomiju odrazilo se na bankarski sektor krajem 2008. godine kada je došlo do naglog zaustavljanja kreditne aktivnosti. Predkrizno razdoblje obilježio je intenzivan priljev kapitala u bankarski sektor te je na tržištu postojao višak ponude kredita. Međutim, krizom je došlo do manjka ponude, odnosno kreditnog sloma.<sup>56</sup> Odobravanje kredita privatnom sektoru znatno je usporeno, dok su banke gotovo zaustavile odobravanje kredita stanovništvu. Iako je došlo do snažnog pada gospodarskih aktivnosti i porasta kamatnih stopa, i dalje je bila prisutna velika potražnja poduzeća za kreditima. Razlog tome je taj što su domaći poslovni subjekti privremeno izgubili pristup inozemnom tržištu kredita te su se okrenuli zaduživanju na domaćem tržištu.<sup>57</sup> U situaciji racioniranja ponude kredita i visoke rizičnosti klijenata, optimalna odluka banaka je da sredstva usmjere prema najsigurnijem klijentu. Stoga je bankama najznačajniji klijent u godinama krize postala država. Iako postoje kritike da su sredstva u razdoblju krize trebala biti usmjerena prema privatnom sektoru umjesto državi, u ovakvoj situaciji se ne može govoriti o istiskivanju privatnog sektora s tržišta kredita jer se ponuda kredita privatnom sektoru vjerojatno ne bi povećala čak i da nije postojala potražnja države za istim.<sup>58</sup>

Kamatne stope su se u razdoblju prije krize postepeno smanjivale zbog nižih cijena inozemnog kapitala, ali i zbog sve veće konkurencije banaka na domaćem tržištu. Početkom krize došlo je do pooštavanja uvjeta na financijskom tržištu uslijed naglog povećanja premije za rizik zemlje. Time je došlo do porasta cijene zaduživanja na inozemnom tržištu, pojačanih deprecijacijskih pritisaka na domaću valutu u odnosu na euro te na početak rasta udjela loših kredita u ukupnim kreditima.<sup>59</sup> Zbog režima monetarne politike koji se zasniva na stabilnom tečaju, Hrvatska narodna banka je izgubila manevarski prostor za vođenje aktivne monetarne politike. Kako bi osigurala stabilnost bankarskog sektora i tako stimulirala aktivnosti u

<sup>56</sup> Do kreditnog sloma dolazi u situaciji viška potražnje za kreditima u situaciji kada kredit nije moguće dobiti, uz postojeće kamatne stope, bez obzira na to je li riječ o naglom povećanju potražnje za kreditima ili smanjene sposobnosti banaka da daju kredit, što se pri tom ne odražava u promjeni kamatnih stopa

<sup>57</sup> ČEH, A.M. et al: Model neravnoteže na tržištu kredita i razdoblje kreditnog sloma, HNB, (2011) str.12-13

<sup>58</sup> Ibid

<sup>59</sup> DUMIČIĆ, M., KRZNAR, I.: Financijski uvjeti i gospodarska aktivnost (2013) HNB str.6

realnom sektoru ograničena je na djelovanje administrativnim mjerama. Ipak, uspjela je osigurati potrebnu likvidnost i nizom mjera održati stabilnost bankarskog sustava za vrijeme krize. Krajem 2009. i početkom 2010. dolazi do postupnog uravnoteženja tržišta kredita. Postoji više razloga za to. Naime, pozitivno djelovanje monetarne politike na stabilnost financijskog sustava potaknulo je strane banke majke da i dalje ulažu sredstva u Hrvatsku. Došlo je do povećanja ponude, ali isto tako i smanjenja potražnje zbog utjecaja recesije i viših kamatnih stopa. Međutim, dugotrajno slabo makroekonomsko ozračje znatno je utjecalo na kvalitetu imovine banaka. Jedan od najvećih izazova s kojim se suočavaju u vremenima krize je visoka razina loših kredita. Stoga su banke, kako bi ograničile kreditni rizik, i dalje većinom usmjerene na dodjeljivanje većeg broja kredita državnim subjektima.

Inozemni dug države za vrijeme krize se povećavao zbog znatnog porasta proračunskog deficita i javnog duga. Kako bi financirala proračunski deficit država se isprva više zaduživala na domaćem tržištu i to kratkoročnim zaduživanjem trezorskim zapisima te kratkoročnim kreditima kod domaćih banaka. Razlog tome su otežani uvjeti izdavanja dugoročnog duga i tržišne volatilnosti koje su uvelike utjecale na ročnu strukturu duga. U 2008. i 2009. godini država nije izdala niti jednu obveznicu na domaćem tržištu, dok je u istom razdoblju na inozemnom tržištu izdala dvije.<sup>60</sup> Zbog toga je došlo do značajnog porasta inozemnog duga države u 2009. godini (*Tablica 10*)

**Tablica10: Iznos domaćeg i inozemnog javnog duga Republike Hrvatske od 2008. do 2014 (u mil. kuna)**

GODINA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>UNUTARNJI DUG</b>	73.339,7	85.934,8	106.546,8	127.451,1	136.590,3	156.250	165.714,9
<b>INOZEMNI DUG</b>	51.912,6	73.006,4	80.378,5	84.446,8	92.199,5	109.883,6	113.854,1
<b>UKUPNO</b>	125.252,3	158.941,2	186.925,3	211.897,9	228.789,8	266.133,6	279.569
% UNUTARNJI	58,55%	54,1%	57%	60,15%	59,7%	58,71%	59,3%
% INOZEMNI	41,45%	45,9%	43%	39,85%	40,3%	41,29%	40,7%
% UKUPNO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Izvor: Obrada autora prema podacima Ministarstva financija

<sup>60</sup> ŠVALJEK, S., ANDABAKA BADURINA, A.: Upravljanje javnim dugom prije, tijekom i nakon krize (Zbornik radova s konferencije) (2011) str 20-21



Na temelju ključnih ekonomskih pokazatelja, promjena uvjeta na tržištu kapitala i prisutne globalne financijske krize sve tri velike rejting agencije smanjile su kreditni rejting Hrvatske, što je dovelo do teže dostupnosti i poskupljivanja inozemnih izvora zaduživanja. Stanje se dodatno pogoršalo u 2013. i 2014. godine kada je kreditni rejting ocijenjen kao neinvesticijski (Tablica 11).

**Tablica 11: Ocjene kreditnog rejtinga Republike Hrvatske (2008.-2014)**

GODINA	KREDITNA AGENCIJA		
	Moody's	Standard & Poors	Fitch
<b>2008</b>	Baa3/pozitivan	BBB/stabilan	BBB-/stabilan
<b>2009</b>	Baa3/stabilan	BBB/stabilan	BBB-/negativan
<b>2010</b>	Baa3/stabilan	BBB-/negativan	BBB-/negativan
<b>2011</b>	Baa3/stabilan	BBB-/negativan	BBB-/negativan
<b>2012</b>	Baa3/stabilan	BB+/stabilan	BBB-/negativan
<b>2013</b>	Ba1/stabilan	BB+/negativan	BB+/stabilan
<b>2014</b>	Ba1/negativan	BB/stabilan	BB/stabilan

Izvor:BAJO, A.,PENAVA, J: Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države (2012), Godišnje izvješće Ministarstva financija za 2012. godinu, Godišnje izvješće Ministarstva financija za 2013. godinu, Godišnje izvješće Ministarstva financija za 2014. godinu

Dugotrajna recesija dovela je do znatnog smanjenja prihod te sve većih pritisaka na rashodovnu stranu proračuna čime je rasla potreba za sve većim zaduživanjem. Zbog sve veće potrebe za financiranjem država se nastavlja zaduživati izdavanjem obveznica na domaćem i inozemnom tržištu, stvarajući visok udio javnog duga u BDP-u koji 2011. godine prelazi granicu od 60% prema Maastricht kriteriju, a 2014. godine iznosi visokih 86,5%. Od ukupnog javnog duga, u promatranom razdoblju recesije, oko 40% se odnosi na inozemni dug. 2014. godini udio inozemnog duga u javnom dugu iznosio je 40,7%.

Ostali sektori su najzaduženiji sektor u inozemstvu u razdoblju krize. Iako je kod ovog sektora primjetan pad zaduženosti od 2009. godine kada je iznosio visokih 18.716,7 mil. EUR, zbog visoke akumulacije tijekom predkriznog razdoblja dug je ostao na visokoj razini. Prema podacima HNB-a, dug hrvatskih nefinancijskih poduzeća je veći u odnosu na dug nefinancijskih poduzeća ostalih zemalja Srednje i Istočne Europe. Većina duga koncentrirana je u manjem broju velikih poduzeća. Zbog visoke razine zaduženosti nefinancijskih poduzeća

(a time i povezane potrebe za razduživanjem) dolazi do stvaranja pritiska na profitabilnost poduzeća. To se negativno odražava na gospodarsku aktivnost zemlje jer se u situaciji prekomjerne zaduženosti poduzeća otežava oporavak investicijskog ciklusa. Upravo se visoka zaduženost ostalih sektora navodi kao jedan od razloga ograničenja bržeg i snažnijeg oporavka gospodarstva za vrijeme krize.<sup>61</sup>

### 3.3. Analiza održivosti inozemnog duga

U prethodnom dijelu je analizirano kretanje inozemnog duga u okviru ukupne makroekonomske politike. Međutim, kako bi se ocijenila održivost duga potrebna je temeljitija analiza koja se temelji na izradi pokazatelja stanja i tijeka inozemne zaduženosti. Budući da nam je cilj istražiti je li ekonomska kriza utjecala na održivost inozemnog duga, u nastavku će biti prikazan izračun pokazatelja koje obuhvaća razdoblje prije krize (2000.-2007), te će se usporediti s razdobljem u kojem je svjetska kriza imala utjecaj na hrvatsko gospodarstvo (2008.-2014. godine).

#### 3.3.1. Analiza pokazatelja stanja bruto inozemnog duga

**Tablica 12: Pokazatelji stanja bruto inozemnog duga od 2000.-2007. godine**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bruto inozemni dug	12.263,6	13.609,3	15.144,0	19.883,9	22.933,4	25.990,0	29.725,0	33.720,8
BDP	23.611	26.003	28.565	30.721	33.469	36.512	40.208	43.935
Izvoz roba i usluga	8.311,1	9.673,1	10.340,5	12.196,2	13.287,2	14.385,7	15.962,6	17.134,6
Izvoz roba i usluga+ tekući transferi	8.905,1	10.632,0	11.440,0	13.440,7	14.479,0	15.569,5	17.070,0	18.177,6
Stanje međunarodnih pričuva	3.783,2	5.333,6	5.651,3	6.554,1	6.436,2	7.438,4	8.725,3	9.307,4
Kratkoročni inozemni dug	672,87	261,18	181,65	1.193,44	2.193,31	2.810,35	3.838,74	3.463,68
Multilateralni dug	2.468,30	2.577,60	2.544,80	2.711,80	3.011,90	3.226,00	3.387,00	3.446,60

<sup>61</sup> HNB- polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike (2015) str. 19-21

POKAZATELJI STANJA								
TED/Y	51,94%	52,37%	53,02%	64,72%	62,97%	71,18%	73,93%	76,75%
TED/E	147,56%	140,69%	146,45%	163,03%	172,59%	180,66%	186,21%	196,79%
TED/E2	137,71%	128,0%	132,37%	147,93%	158,39%	166,92%	174,13%	185,5%
IR/TED	30,85%	39,19%	37,31%	32,96%	28,06%	28,62%	29,35%	27,60%
stD/TED	5,49%	1,92%	1,20%	6,00%	9,56%	10,81%	12,91%	10,27%
mD/TED	20,13%	18,94%	16,80%	13,64%	13,13%	12,41%	11,39%	10,22%

Izvor: Obrada autora prema podacima HNB-a

U *Tablici 12* su prikazani izračuni pokazatelja stanja bruto inozemnog duga od 2000. do 2007. godine. U nastavku slijedi pojedinačno objašnjenje pokazatelja.

Omjer inozemnog duga i bruto domaćeg proizvoda TED/Y je pokazatelj koji se najčešće koristi prilikom ocjene zaduženosti neke zemlje. Iz *Tablice 9* je vidljivo kontinuirano pogoršanje vrijednosti ovog pokazatelja, što ukazuje na veću stopu rasta bruto inozemnog duga od stope rasta bruto domaćeg proizvoda. Iako se prema kriteriju Svjetske banke Hrvatska prema ovom pokazatelju u promatranom razdoblju svrstava u srednje zadužene zemlje ( $48 < \text{TED/Y} \leq 80$ ), možemo uočiti da se 2007. godine približila samoj granici da postane visoko zadužena zemlja.

Omjer ukupnog inozemnog duga i izvoza roba i usluga 2000. godine iznosi 147,56%.

Sljedeću godinu bilježi se blagi pad vrijednosti ovog pokazatelja da bi nakon toga uslijedio kontinuirani rast te na kraju promatranog razdoblja iznosio 196,79%. I prema ovom pokazatelju Hrvatska spada u srednje zadužene zemlje ( $132 < \text{TED/E} \leq 220\%$ ). Pribrajanjem vrijednosti priljeva po osnovi tekućih transfera izvozu roba i usluga izračunat je pokazatelj TED/E2. Zbog priljeva tekućih transfera iz inozemstva Hrvatska je prešla iz kategorije manje zaduženih zemalja u srednje zadužene tek 2003. godine.

Udio međunarodnih pričuva u inozemnom dugu IR/TED bio je najviši 2001. godine kada je iznosio 39,19%, a najniži 2007. kada je pokrivenost duga međunarodnim pričuvama bila 27,6%. To znači da je razina međunarodnih pričuva zemlje dovoljna za pokriće oko 1/3 vrijednosti inozemnog duga.

Udio kratkoročnog duga u ukupnom inozemnom dug sD/TED bio je na razini od 5,49% 2000. godine te se naredne dvije godine smanjiva do razine od 1,20%, uslijed čega je slijedilo razdoblje povećanja udjela kratkoročnog duga u ukupnom inozemnom dugu. Najveća

vrijednost ovog pokazatelja u promatranom razdoblju zabilježena je 2006. godine kada je iznosila 12,91%.

Udio multilateralnog duga u ukupnom inozemnom dugu mD/TED se od 2000.do 2007. godine smanjio sa 20,13 na 10,22%. Iako se multilateralni dug (dug prema javnim kreditorima u inozemstvu) tijekom promatranog razdoblja povećavao, njegov udio u ukupnom inozemnom dugu se smanjivao zbog toga što je stopa rasta ukupnog inozemnog duga bila veća od stope rasta multilateralnog duga.

**Tablica 13: Pokazatelji stanja bruto inozemnog duga od 2008.-2014. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bruto inozemni dug	40.590,0	45.600,4	46.908,4	46.948,4	45.297,2	46.085,3	46.663,8
BDP	48.135	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045
Izvoz roba i usluga	18.531,9	15.532,5	17.018,3	18.118,4	18.330,9	18.755,3	19.972,8
Izvoz roba i usluga+ tekući transferi	19.602,4	16.536,9	18.080,7	19.264,3	19.487,2	19.859,3	21.073,9
Stanje međunarodnih pričuva	9.120,9	10.375,8	10.660,0	11.194,9	11.235,9	12.907,5	12.687,6
Kratkoročni inozemni dug	5.085,6	4.350,3	5.225,6	5.810,5	3.524,3	3.470,8	3.027,4
Multilateralni dug	3.800,3	4.389,0	5.162,1	5.285,9	5.582,6	6.003,9	6.424,8
<b>POKAZATELJI STANJA</b>							
TED/Y	84,32%	101,12%	104,19%	104,94%	103,04%	105,90%	108,41%
TED/E	219,02%	293,58%	275,63%	259,12%	247,11%	245,72%	233,63%
TED/E2	207,07%	275,82%	259,44%	243,71%	232,44%	232,05%	221,43%
IR/TED	22,47%	22,75%	22,72%	23,84%	24,80%	28,01%	27,19%
stD/TED	12,53%	9,54%	11,14%	12,38%	7,78%	7,53%	6,49%
mD/TED	9,36%	9,63%	11,01%	11,26%	12,32%	13,03%	13,77%

Izvor: Obrada autora prema podacima HNB-a

Bruto inozemni dug u kriznim godinama je nadmašio vrijednost bruto domaćeg proizvoda, o čemu svjedoče vrijednosti pokazatelja TED/Y koje prelaze razinu od 100%. Trend

kontinuiranog povećanja inozemnog duga u BDP-u je prisutan kroz cijelo krizno razdoblje, uz iznimku 2012. godine kada je zabilježen blagi pad. Najveća vrijednost ovog pokazatelja zabilježena je 2014. godine, visokih 108,41%. Prema ovom pokazatelju Hrvatska se od 2008. svrstava u visoko zadužene zemlje budući da od tada vrijednost pokazatelja prelazi kritičnu vrijednost od 80%.

Gospodarska kriza negativno je utjecala i na udio vanjskog duga u izvozu roba i usluga TED/E uz izrazito pogoršanje pokazatelja 2009. godine kada je iznosio 293,58%. Nakon toga primjetan je trend smanjenja udjela bruto inozemnog duga u izvozu roba i usluga, ali je i dalje ostao na razini iznad 220% što Hrvatsku i prema ovom pokazatelju svrstava u visoko zadužene zemlje. Ukoliko se pribroje tekući transferi vrijednosti izvoza roba i usluga, izvodi se pokazatelj TED/E2 koji bilježi nešto niže vrijednosti u odnosu na TED/E, ali to ne utječe na ocjenu zaduženosti zemlje koja se i po ovom kriteriju klasificira u visoko zadužene zemlje.

Pokazatelj pokrivenosti bruto inozemnog duga međunarodnim pričuvama IR/TED u prvim godinama kriznog razdoblja kreće se na razinu od oko 22% uz postupno povećanje vrijednosti pokazatelja do 27,19% u 2014. godini. Usporedimo li njegovu vrijednost za vrijeme krize s podacima iz *Tablice 12* koji se odnose na predkrizno razdoblje, uočavamo pad vrijednosti unatoč blagom porastu međunarodnih pričuva tijekom cijelog razdoblja. Razlog tome su visoke stope rasta bruto inozemnog duga.

Udio kratkoročnog duga u ukupnom inozemnom dugu sD/TED se kreće na razini od 9,54% 2008. do 12,38% u 2011. godini. Nakon toga se bilježi trend postupnog smanjivanja vrijednosti čime se smanjuje vanjska ranjivost u slučaju financijskih poremećaja.

Udio multilateralnog duga u ukupnom inozemnom dugu mD/TED se tijekom cijelom promatranog razdoblja povećavao, s razine od 9,36% 2008. godine do 13,77% 2014. Ako usporedimo vrijednost ovog pokazatelja za vrijeme krize s podacima iz *Tablice 12* koje se odnose na predkrizno razdoblje, uočavamo da su u predkriznom razdoblju prisutan trend kontinuiranog smanjenja vrijednosti ovog pokazatelja. Zaključujemo da je u razdoblju krize došlo do blagog povećanja vrijednosti pokazatelja zbog većih stopa rasta multilateralnog duga u odnosu na ukupni dug.

### 3.3.2 Analiza pokazatelja tijeka bruto inozemnog duga Republike Hrvatske

**Tablica 14: Pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga u razdoblju od 2000.-2007. godine**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Korištenje	4.501,79	5.148,63	5.861,15	8.930,03	8.367,35	8.366,54	13.248,04	14.295,46
Otplata duga (glavnica+kamate)	3.269,41	4.633,38	4.199,97	4.700,36	5.697,41	6.686,89	10.056,75	11.314,56
Otplata glavnice	2.775,54	4.025,94	3.699,42	4.173,76	5.207,60	6.002,76	9.275,66	10.363,11
Otplata kamata	493,87	607,45	500,55	526,60	489,81	684,13	781,09	951,45
Neto financijski transferi	1.726,24	1.122,69	2.161,73	4.756,2	3.159,75	2.363,78	3.972,38	3.932,35
Izvoz roba i usluga	8.311,1	9.673,1	10.340,5	12.196,2	13.287,2	14.385,7	15.962,6	17.134,6
Izvoz roba i usluga +tekuće transakcije	8.905,1	10.632,0	11.440,0	13.440,7	14.479,0	15.569,5	17.070,0	18.177,6
Uvoz roba i usluga	9.349,9	10.999,3	13.025,6	14.254,5	15.261,8	16.612,9	18.696,7	20.341,9
Stanje međunarodnih pričuva	3.783,2	5.333,6	5.651,3	6.554,1	6.436,2	7.438,4	8.725,3	9.307,4
BDP	23.611	26.003	28.565	30.721	33.469	36.512	40.208	43.935
<b>POKAZATELJI TIJEKA</b>								
TDS/E	39,34%	47,89%	40,61%	38,53%	42,87%	46,48%	63,0%	66,03%
TDS/E2	36,71%	43,58%	36,71%	34,97%	39,35%	42,95%	58,91%	62,24%
INT/E	5,94%	6,28%	4,84%	4,31%	3,68%	4,75%	4,89%	5,55%
INT/E2	5,54%	5,71%	4,38%	3,92%	3,38%	4,39%	4,58%	5,23%
PR/DOD	61,65%	78,19%	63,11%	46,73%	62,24%	71,74%	70,01%	72,49%
RTDSR	13,89	13,81	16,15	16,73	13,56	13,35	10,41	9,87
NFT/U	18,46%	10,20%	16,59%	33,36%	20,70%	14,23%	21,25%	19,55%
NFT/Y	7,31%	4,31%	7,57%	15,48%	9,44%	6,47%	9,88%	8,95%
DISB/U	48,15%	46,81%	44,99%	62,65%	54,83%	50,36%	70,86%	70,28%
INT/Y	2,09%	2,33%	1,75%	1,71%	1,46%	1,87%	1,94%	2,17%

Izvor: Obrada autora prema podacima HNB-a

Pokazatelj odnosa otplate duga prema izvozu roba i usluga TDS/E pokazuje koliki dio prihoda od izvoza robe i usluga treba odvojiti za otplatu inozemnog duga. Njegova vrijednost se

kretala u rasponu od 39,34% u 2000. godini, da bi godinu kasnije iznosila 47,89%, a sljedeću 40,61%. Od 2004. godine dolazi do povećanja vrijednosti ovog pokazatelja što znači da zemlja sve više sredstava ostvarenih izvozom koristi za otplatu vanjskog duga, što ukazuje na probleme likvidnosti zemlje.

Pokazatelji odnosa otplate duga (glavnica + kamate) uvećanih za prihode od tekućih transfera prema izvozu roba i usluga TDS/E2 nešto su niži od pokazatelja TDS/E, ali budući da iznose preko 20% potvrđuju da postoji opasnost od problema inozemne likvidnosti zemlje.

Omjer godišnje obveze po kamatama na inozemni dug i izvoza robe i usluga INT/E varira iz godine u godinu. Najveća vrijednost pokazatelja od 6,28% ostvarena je 2001. godine, a najmanja 3,68% 2004. godine. Veća vrijednost ovog pokazatelja znači da je stopa rasta izvoza robe i usluga u toj godini bila manja od prosječne kamatne stope na inozemno zaduživanje. Za manje vrijednosti vrijedi obrnuto. Prema pokazatelju INT/E2, odnosno omjeru godišnjih obveza po kamatama na inozemni dug i izvoza robe i usluga uvećanih za saldo tekućih transfera, dobijemo nešto niže vrijednosti u odnosu na INT/E. Najveća vrijednost ovog pokazatelja 5,71% 2001., a najniža 3,38% 2004. godine.

Odnos otplaćene glavnice ukupnog duga i korištenja novih zajmova PR/DOD pokazuje koliko se zemlja ponovno zadužuje u odnosu na otplaćene obveze u promatranom razdoblju. 2001. godine vrijednost pokazatelja je bila najviša, iznosila je 78,19% što znači da je 78,19% vrijednosti novih korištenja bilo pokriveno otplatama glavnice. Najniža vrijednost iznosila 46,73% što znači da se vrijednost novih korištenja povećala, a vrijednost otplate glavnice je nešto niža u odnosu na prijašnje razdoblje.

Pokazatelj odnosa međunarodnih pričuva i otplate duga RTDSR pokazuje koliko bi se mjeseci mogao otplaćivati dug ( glavnica + kamate) korištenjem međunarodnih pričuva države. Prema podacima, od 2000.do 2003. godine primjetan je porast vrijednosti pokazatelja sa 13,89 na 16,73. Nakon toga opada da bi 2007. godine iznosio 9,87. Razlog tome je dinamika rasta dužničkih obveza koja je bila viša u odnosu na dinamiku rasta razine međunarodnih pričuva.

Omjer neto financijskih transfera i uvoza roba i usluga NFT/U pokazuje koliki se iznos posuđenih sredstava koristi za financiranje uvoza nauštrb drugih namjena, prije svega investicija. Najveća vrijednost pokazatelja zabilježena je 2003. godine, što pokazuje da se 33,36% vrijednosti novih neto zaduženja koristilo za financiranje uvoza robe i usluga.

Odnos neto financijskih transfera i bruto domaćeg proizvoda NFT/Y pokazuje doprinos novonastalog zaduženja gospodarskom rastu države. Kod ovog pokazatelja je također najveća vrijednost zabilježena 2003. godine, 15,48%, a razlog su visoka razina neto financijskih transfera u toj godini povučeni zbog potrebe financiranja velikih infrastrukturnih projekata cestogradnje.

Pokazatelj DISB/U pokazuje odnos iskorištenih zajmova prema uvozu roba i usluga. Ukoliko se poveća uvoz roba i usluga povećati će se i nova zaduženja u inozemstvu. U promatranom razdoblju vrijednost ovog pokazatelja varira. Najniža vrijednost zabilježena je 2002. godine, 44,99%, dok je najveća vrijednost iznosila 70,86%. 2006. godine. Pokazatelj udjela plaćanja kamata u odnosu na bruto domaći proizvod INT/Y relativno je nizak te se kreće u rasponu od 1,46% do 2,33%.

**Tablica 15: Pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga u razdoblju od 2008.-2014. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Korištenje	16.380,20	17.016,38	14.297,34	14.756,43	13.909,36	12.044,22	12.827,96
Otplata duga(gl+kamate)	11.772,81	13.637,47	15.286,97	17.224,62	16.795,29	12.287,26	14.737,81
Otplata glavnice	10.456,97	12.365,76	13.950,57	15.594,35	15.239,12	10.801,99	13.188,47
Otplata kamata	1.315,84	1.271,71	1.336,40	1.630,27	1.556,17	1.485,27	1.549,34
Neto financijski transferi	5.923,24	4.650,61	346,77	-837,92	-1.329,76	1.242,23	-360,51
Izvoz roba i usluga	18.531,9	15.532,5	17.018,3	18.118,4	18.330,9	18.755,3	19.972,8
Izvoz roba i usluga+tek trans	19.602,4	16.536,9	18.080,7	19.264,3	19.487,2	19.859,3	21.073,9
Uvoz roba i usluga	22.382,7	17.225,5	17.153,4	18.297,4	18.111,1	18.581,3	19,111,9
Stanje međunarodnih pričuva	9.120,9	10.375,8	10.660,0	11.194,9	11.235,9	12.907,5	12.687,6



BDP	48.135	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045
POKAZATELJI TJJEKA							
TDS/E	63,53%	87,79%	89,82%	95,06%	91,62%	65,51%	73,79%
TDS/E2	60,05%	82,54%	84,54%	89,41%	86,19%	61,87%	69,93%
INT/E	7,10%	8,19%	7,85%	8,99%	8,48%	7,92%	7,75%
INT/E2	6,71%	7,69%	7,39%	8,46%	7,98%	7,48%	7,35%
PR/DOD	63,84%	72,67%	97,57%	105,68%	109,56%	89,68%	102,81%
RTDSR	15,49	15,77	17,21	18,46	17,94	11,42	13,94
NFT/U	26,46%	26,99%	2,02%	-4,58%	-7,34%	6,68%	-1,88%
NFT/Y	12,31%	10,31%	0,77%	-1,87%	-3,03%	2,85%	-0,84%
DISB/U	73,18%	98,78%	83,35%	80,65%	76,80%	64,82%	67,12%
INT/Y	2,73%	2,82%	2,97%	3,64%	3,54%	3,41%	3,60%

Izvor: Obrada autora prema podacima HNB-a

U razdoblju od 2008. do 2012. godine omjer otplate inozemnog duga prema izvozu roba i usluga TDS/E se povećavao dosegaši razinu od preko 90%. Vrijednost pokazatelja se u 2013. godini smanjila na razinu od 65,51%, ali i dalje ukazuje na probleme likvidnosti zemlje. Vrijednosti pokazatelja TDS/E2 su za par postotnih poena je niži od vrijednosti pokazatelja TDS/E, ali su i dalje daleko od granice od 20% koja ukazuje na probleme inozemne likvidnosti.

Omjer godišnje obveze po kamatama na inozemni dug i izvoza robe i usluga INT/E u recesijskom razdoblju je viši u odnosu na razdoblje analizirano u *Tablici 14*. Najveća vrijednost ovog pokazatelja bila je 2011. godine i iznosila je 8,99%.

Vrijednosti pokazatelja PR/DOD u promatranom razdoblju su više u odnosu na vrijednosti ovog pokazatelja u razdoblju koje je prethodilo krizi (*Tablica 14*). Zamjetno je povećanje vrijednosti pokazatelja na preko 100% u 2011., 2012. i 2014. godini. To znači da se vrijednost novih korištenja smanjila u odnosu na prijašnja razdoblja, dok se vrijednost otplate glavnice povećala u odnosu na prijašnja razdoblja.

Omjer međunarodnih pričuva i otplate duga RTDSR u promatranom razdoblju je nešto viši ako usporedimo s podacima u *Tablici 14*. Najniža vrijednost se bilježi 2013. godine i iznosi 11,42, dok je najviša 18,46 2011. godine.

Omjer neto financijskih transfera i uvoza roba i usluga NFT/U koji pokazuje ovisnost zemlje o inozemnom zaduženju pri financiranju uvoza za 2011., 2012. i 2013. godinu bilježi negativne izračune. Razlog tome su negativne vrijednosti neto financijskih transfera koji se dobiju kao razlika korištenih zajmova i otplate glavnice inozemnog duga. Budući da je otplata glavnice inozemnog duga bila veća od neto korištenih zajmova, korišteni zajmovi u tekućem razdoblju nisu bila dostatna za financiranje uvoza roba i usluga.

Odnos neto financijskih transfera i bruto domaćeg proizvoda NFT/Y također bilježi negativne izračune za 2011., 2012 i 2013. godinu. To znači da je novonastali inozemni dug negativno utjecao na gospodarski rast zemlje jer su se sredstva pribavljena zaduživanjem usmjerila za otplatu glavnice inozemnog duga umjesto prema novim investicijama. Najniža vrijednost ovog pokazatelja -3,03% zabilježena je 2012. godine.

Omjer DISB/U koji pokazuje odnos financiranja uvoza roba i usluga isključivo kroz nova zaduženja najveću vrijednost postiže 2009. godine kada je 98,78% uvoza roba i usluga financirana novim zaduženjem. Nakon toga slijedi pad vrijednosti ovog pokazatelja, što je prije svega posljedica smanjenja uvoza uslijed pada domaće potražnje u vrijeme recesije.

Udio plaćanja kamata po osnovi inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu INT/Y raste iz godine u godinu, počevši s razine od 2,73% u 2008. godini, da bi 2014. iznosio 3,60%. Kontinuirano povećanje vrijednosti ovog pokazatelja ukazuje na sve skuplje zaduživanje Hrvatske u inozemstvu za vrijeme krize.

### **Osvrt na hipotezu - $H_1$ : Makroekonomska kretanja za vrijeme krize negativno su utjecala na održivost inozemnog duga Republike Hrvatske**

Na temelju komparativne analize pokazatelja stanja i tijeka inozemnog duga ispitalo se jesu li makroekonomska kretanja za vrijeme globalne ekonomske krize utjecala na održivost inozemnog duga. Na temelju analize može se potvrditi da je nakon 2008. godine došlo do pogoršanja većine pokazatelja, s posebnim naglaskom na dva koja se najčešće koriste pri ocjeni zaduženosti pojedine zemlje, udio bruto inozemnog duga u BDP-u i udio bruto inozemnog duga u izvozu roba i usluga. Od 2008. godine prema kriterijima Svjetske banke Hrvatska se klasificira kao visoko zadužena zemlja. Uz strukturne probleme i makroekonomske neravnoteže koje karakteriziraju domaću privredu, utjecajem globalne ekonomske krize došlo je do pogoršanja pokazatelja inozemne zaduženosti čime se potvrđuje negativni utjecaj krize na održivost inozemnog duga. **Stoga se hipoteza  $H_1$  prihvaća.**

## **4. STATISTIČKA ANALIZA ODABRANIH DETERMINANTI NA KRETANJE INOZEMNOG DUGA REPUBLIKE HRVATSKE ZA VRIJEME KRIZE**

### **4.1. Osvrt na prethodna empirijska istraživanja**

Na kretanje inozemnog duga utječu brojne varijable, a njihov utjecaj se može ispitati raznim modelima i pokazateljima. Brojna su empirijska istraživanja koja se bave problematikom inozemnog duga Hrvatske. Korištene su razne metode kako bi se ocijenilo u kojoj je mjeri zemlja zadužena i prijeti li joj opasnost od dužničke krize. Da je način na koji se Hrvatska zadužuje dugoročno neodrživ upozoravala su istraživanja provedena krajem devedesetih kada inozemni dug nije bio ni približan vrijednostima koje doseže danas. Jednu od prvih detaljnijih analiza izradila je Kačan (2000) koja je došla do zaključka da Hrvatska nije prezadužena, ali je naglasila da je struktura inozemnog duga izrazito nepovoljna što predstavlja potencijalnu opasnost. Usporedbe radi, bruto inozemni dug 2000. godine iznosio je 12.263,6 milijuna eura, dok je na kraju 2014. godine dosegao vrijednost od 46.663,8 milijuna eura.<sup>62</sup> Osim što se dug u tom razdoblju skoro učeterostručio, važnije je naglasiti da se njegova struktura pogoršavala. Na to ukazuju premašene kritične vrijednosti pojedinih pokazatelja stanja i tijeka inozemnog duga prikazanih u prethodnom poglavlju.

S obzirom da se prema analizi pokazatelja i prema samoj visini inozemnog duga Hrvatska nalazi u nepovoljnom položaju, jako je važno pratiti stanje gospodarstva te kretanje pojedinih faktora ( endogenih i egzogenih) koji utječu na porast inozemne zaduženosti. U nastavku je dan pregled prethodnih istraživanja domaćih stručnjaka koji su pokušali identificirati glavne determinante kretanja inozemnog duga.

Novak (2008) koristi model višestruke regresije kako bi analizirao utjecaj određenih varijabli na kretanje inozemnog duga. Nezavisne varijable koje koristi u modelu su: kamatna stopa na kredite s valutnom klauzulom, kamatna stopa na kredite bez valutne klauzule, količina odobrenih kredita, euribor, minimum bid rate i tečaj kune prema euru. Modelom se pokazalo da determinante tečaj i količina odobrenih kredita značajno utječu na kretanje inozemnog duga, dok kamatne stope nemaju značajniji utjecaj.

---

<sup>62</sup> Statistički podaci HNB-a, stanje bruto inozemnog duga

Krtalić et al. (2008) VAR modelom analiziraju utjecaj rasta inozemnog duga na određena makroekonomska kretanja kao što su: kamatna stopa na domaćem tržištu, realni efektivni devizni tečaj, kretanje cijena dionica, kretanje potrošačkih cijena te kretanje industrijske proizvodnje. Modelom je potvrđen nepovoljan utjecaj dosadašnjega inozemnog zaduženja na makroekonomska kretanja u hrvatskom gospodarstvu te se analizom impulsnih reakcija pokazalo da bi povećanje bruto inozemnog duga utjecalo ponajprije na porast kamatnih stopa i na aprecijaciju tečaja, dok na industrijsku proizvodnju ne bi imalo značajniji utjecaj.

Jurčić et al. (2012.) također koriste VAR model kako bi istražili dinamičku međuovisnost čimbenika koji su utjecali na nagli rast inozemne zaduženosti Hrvatske. Determinante koje koriste u ekonometrijskoj analizi su: deficit trgovinske (robne) razmjene, realni efektivni tečaj kune, kamatni diferencijal i deficit državnog proračuna. Koristeći Grangerov test uzročnosti kako bi se odredio pravilan poredak varijabli u faktorizaciji pokazalo se da postoji uzročna veza u smjeru od deficita državnog proračuna i robne razmjene prema bruto inozemnom dugu te da te varijable imaju najznačajniji utjecaj na kretanje bruto inozemnog duga. S druge strane, postoji uzročna veza u smjeru od bruto inozemnog duga prema kamatnom diferencijalu.

Jošić, H. (2011) koristeći model višestruke regresije istražuje međuovisnost bruto inozemnog duga te odabranih determinanti inozemne zaduženosti: realni efektivni tečaj kune, deficit državnog proračuna, deficit vanjskotrgovinske (robne) razmjene, kamatni diferencijal i neto inozemna izravna ulaganja. Dolazi do zaključka da realni efektivni tečaj kune i deficit robne razmjene imaju značajnog utjecaja na promjene bruto inozemnog duga.

Koški, D.(2014) analizira kretanje inozemnog duga od 2006.-2012. godine. Pri tome kao najvažnije uzroke visoke inozemne zaduženosti zemlje navodi deficit državnog proračuna, kamatnu arbitražu banaka te realnu aprecijaciju domaće valute. S obzirom na visoku inozemnu zaduženost svih sektora, a posebno države, smatra da bi rješenje trebalo tražiti u smanjenju državnog deficita i jačanju izvozno orijentiranog sektora, tj. onih djelatnosti koje će ostvarivati neto devizni priljev u zemlju.

#### **4.2. Definiranje modela i varijabli**

Na temelju prethodnih istraživanja odabrane su determinante čiji će se utjecaj na kretanje bruto inozemnog duga ispitati u ovom radu. S obzirom na karakteristike i specifičnosti

hrvatskog gospodarstva odabrane varijable su: deficit državnog proračuna, realni efektivni tečaj kune prema euru, kamatni diferencijal te saldo vanjskotrgovinske bilance. Istraživanje se provodi na temelju kvartalnih podataka prikupljenih na stranicama Hrvatske narodne banke (HNB) i Eurostata. Vremenska serija na koju se istraživanje odnosi obuhvaća razdoblje koje obilježava utjecaj ekonomske krize na hrvatsko gospodarstvo. Podaci su sistematizirani i u konačnici sadrže kvartalne podatke, počevši od prvog kvartala 2008. godine, zaključno s četvrtim kvartalom 2014. godine. Kvantitativna analiza je izvršena korištenjem programskog paketa SPSS 24 (Statistical Package for the Social Sciences) i Mc Excel. U svrhu testiranja postavljenih hipoteza ovog rada, modelom višestruke regresije analizirati će se utjecaj odabranih determinanti na kretanje bruto inozemnog duga Republike Hrvatske od 2008.- 2014. godine.

#### 4.2.1. Model višestruke regresije

Višestruki regresijski model (multiple regression model) je algebarski model kojim se analitički određuje statistička povezanost jedne numeričke varijable s dvije ili više numeričkih varijabli. Regresijski model je u pravilu jednadžba koja sadrži varijable i parametre:<sup>63</sup>

$$Y = f ( X_1, X_2, X_3, \dots X_k ) + \epsilon \quad (4.1)$$

U navedenom modelu Y je zavisna varijabla (regresorska varijabla). Ona predstavlja pojavu čije se promjene objašnjavaju pomoću nezavisnih varijabli ( regresand varijabli)  $X_1, X_2, X_3, X_k$ . Varijabla  $\epsilon$  je slučajna varijabla (random variable) koja modelu daje karakter stohastičnosti, te predstavlja nepoznata odstupanja od funkcionalnog odnosa.

Cilj regresijske analize je pronaći analitički izraz u obliku jednadžbe kojom se najbolje opisuje statistička povezanost jedne numeričke varijable s više numeričkih varijabli.

Opći model višestruke regresije ima oblik:<sup>64</sup>

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \times x_{1,i} + \beta_2 \times x_{2,i} + \dots + \beta_j \times x_{j,i} + \dots + \beta_k \times x_{k,i} + \epsilon_i \quad (4.2)$$

<sup>63</sup> JURUN, E.: Kvantitativne metode u ekonomiji, (2007) str. 36

<sup>64</sup> JURUN, E.: Kvantitativne metode u ekonomiji, (2007) str. 38

$y_i$  - vrijednosti zavisne (regresand )varijable

$x_i$  - su vrijednosti nezavisnih (regresorskih )varijabli

$\epsilon_i$  - vrijednost slučajne varijable, za koju se pretpostavlja da ima normalnu distribuciju s konstantnom varijancom i očekivanjem jednakim nuli

$\beta_0$  - konstantni član, tj. očekivana vrijednost zavisne varijable u originalnim jedinicama mjere kada su sve nezavisne varijable jednake nuli

$\beta_j$  - regresijski koeficijent, pokazuje prosječnu promjenu zavisne varijable u originalnim jedinicama mjere kada odgovarajuća nezavisna varijabla poraste za 1 jedinicu, uz uvjet da su sve ostale neovisne varijable neizmijenjene.

Kako bi se ispitale postavljene hipoteze, cilj je utvrditi u kojoj su mjeri određene varijable utjecale na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize. U tu svrhu potrebno je ispitati model višestruke regresije koji ima oblik:

$$\hat{Y} = \beta_0 + \beta_1 \times X_1 + \beta_2 \times X_2 + \beta_3 \times X_3 + \beta_4 \times X_4 + \epsilon_i$$

Pri čemu je:

$\hat{Y}$  – bruto inozemni dug

$X_1$  –saldo državnog proračuna

$X_2$  –realni efektivni tečaj kune <sup>65</sup>

$X_3$  –deficit trgovinske razmjene

$X_4$  –kamadni diferencijal<sup>66</sup>

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ -parametri koje je potrebno procijeniti

$\epsilon_i$  – slučajna greška.

Kod modela višestruke regresije treba biti ispunjena pretpostavka da su regresorske varijable međusobno nezavisne. Ukoliko ovaj uvjet nije ispunjen javlja se problem multikolinearnosti. Problemom multikolinearnosti dolazi do iskrivljenih i nerealnih doprinosa pojedinih regresorskih varijabli u objašnjenju regresand varijable. Kako bi ispitali postoji li problem

---

<sup>65</sup> iskazan kao broj jedinica kune potreban za kupnju jednog eura; kao bazna je korištena 2005. godina u kojoj su nominalni i realni tečaj jednaki; u narednim razdobljima vršena korekcija nominalnog tečaja

<sup>66</sup> Izvedena veličina koja predstavlja razliku između kamatnjaka u zemlji i inozemstvu, ((razlika u referentnoj kamatnoj stopi korištenoj za utvrđivanja zadovoljavanja Maastricht kriterija u Republici Hrvatskoj i eurozoni (EA11-2000, EA12-2006, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2010, EA17-2013, EA18-2014, EA19)); (razlika dobivena kao kamatna stopa u RH- kamatna stopa EA)

multikolinearnosti u ovom modelu koristiti će se pokazatelj faktor varijance (VIF) i ekvivalentni pokazatelj tolerancije (TOL).

Sljedeća pretpostavka koja treba biti ispunjena u modelu višestruke linearne regresije je ta da slučajne varijable  $\epsilon_i$  imaju centralnu normalnu distribuciju s konstantnom varijancom  $\sigma^2$ , te da su međusobno nekorelirane. Ukoliko pretpostavka o nezavisnosti slučajnih varijabli nije ispunjena, javlja se problem autokorelacije.<sup>67</sup> Javlja li se u ovom modelu problem autokorelacije utvrditi će se pomoću numeričkog testa (Durbin- Watsonov test).

Sljedeći korak je ispitivanje problema heteroskedastičnosti varijance reziduala. Pod pojmom heteroskedastičnosti varijance reziduala podrazumijeva se varijanca slučajne greške koja u svakoj opservaciji u uzorku ne potječe iz iste populacije, tj. nije nužno ista za svako  $i$ . Tu se radi o problemu da varijanca sustavno kovarira s regresorskom varijablom.<sup>68</sup>

Heteroskedastičnost će se u ovom modelu testirati grafičkim prikazom (na temelju dijagrama rasipanja reziduala)

Nakon odabira modela potrebno je ispitati značajnost regresijskog modela kao cjeline. Pri testiranju modela kao cjeline koristi se analiza varijance (F- test). Iz tablice ANOVA proučiti će se vrijednosti pokazatelja multiple korelacije, koeficijenta determinacije, korigiranog koeficijenta determinacije te standardne greške ocjenjene regresije kako bi se testirala reprezentativnosti modela.

#### 4.2.2. Analiza varijabli korištenih u modelu

Zavisna varijabla korištena u analizi je **bruto inozemni dug**. Odabrane nezavisne varijable čiji će se utjecaj na kretanje bruto inozemnog duga analizirati u nastavku su:

**-deficit državnog proračuna-** pretpostavka je da je deficit državnog proračuna najznačajnije utjecao na porast bruto inozemnog duga za vrijeme krize. Naime, zbog narušene fiskalne ravnoteže koja se u razdoblju krize očitovala kroz smanjenje državnih prihoda i sve većih rashoda, pojavila se iznimno velika potreba za financiranjem države. Deficit državnog proračuna se uglavnom financira zaduživanjem, domaćim ili inozemnim. Zbog povoljnijih

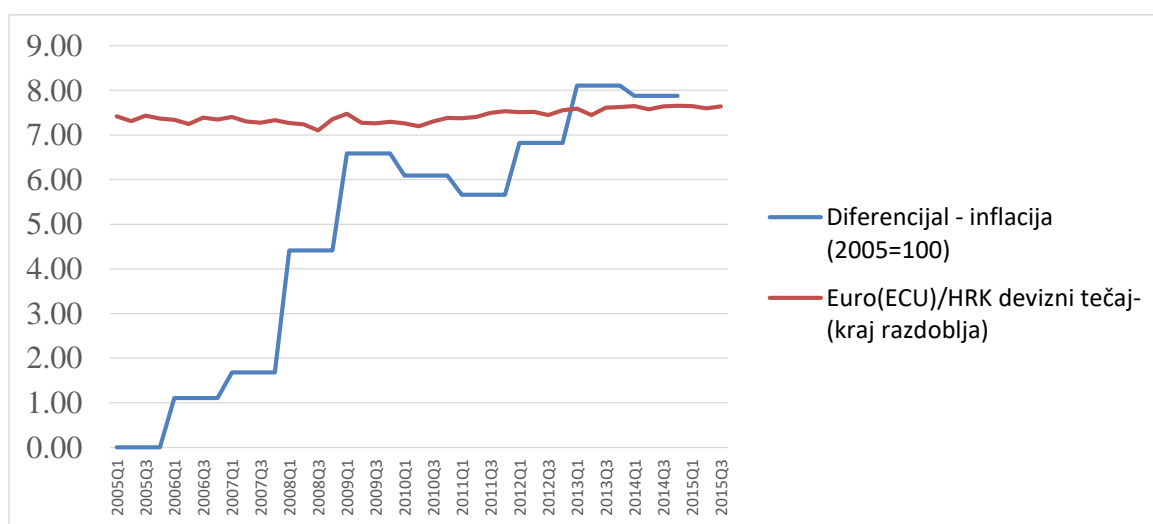
---

<sup>67</sup> JURUN, E.: Kvantitativne metode u ekonomiji (2007) str. 23

<sup>68</sup> ROZGA, A.: Statistika za ekonomiste (2003) str. 204

uvjeta zaduživanja na inozemnom tržištu država se sve više zaduživala na inozemnom tržištu čime je uvelike doprinijela porastu bruto inozemnog duga za vrijeme krize. Međutim, treba uzeti u obzir da država povećanjem domaćeg duga također indirektno pridonosi povećanju inozemnog duga.

**-realni efektivni devizni tečaj kune** – u stanju visoke zaduženosti zemlje promjene tečaja uvelike utječu na kretanje inozemnog duga. Iz grafičkog prikaza (*Graf 6*) može se uočiti da je tečaj između kune i eura blago deprecirao u promatranom razdoblju, dok su cijene dobara u Hrvatskoj u promatranom razdoblju narasle za 7,88 postotnih poena više nego u zemljama eurozone.<sup>69</sup> Tečaj kune prema euru deprecirao je sa 7,269 na 7,658 u četvrtom kvartalu 2014. godine, odnosno ukupna deprecijacija je iznosila 5%. Zbog visokog stupnja eurizacije koji obilježava hrvatski financijski sustav pretpostavka je da je deprecijacija realnog tečaja kune u odnosu na euro za vrijeme krize značajno utjecala na povećanje bruto inozemnog duga.



**Graf 6: Kretanje deviznog tečaja EUR/HRK i inflatornog diferencijala u razdoblju od 2005. do 2015. godine**

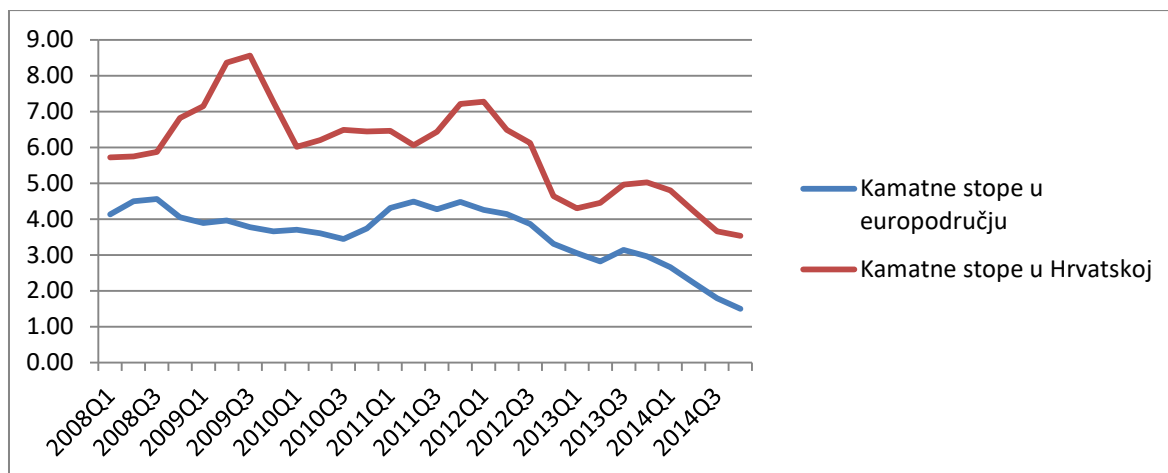
Izvor: Izrada autora

**-kamatni diferencijal-** predstavlja razliku između referentnih kamatnih stopa u Hrvatskoj i eurozoni. Zbog veće premije rizika koja odražava ukupnu makroekonomsku situaciju u zemlji, kamatne stope u Hrvatskoj su veće u odnosu na ostale zemlje članice EU. Zbog nižih

<sup>69</sup> (diferencijal dobiven kao bazni indeks za RH umanjeno za bazni indeks zemalja Eurozone),



kamatnih stopa u inozemstvu pretpostavlja se da je za vrijeme krize došlo do povećanog zaduživanja na inozemnom tržištu što je utjecalo na rast bruto inozemnog duga Hrvatske. Kao referentne kamatne stope u ovom radu će se koristiti prinosi do dospelja državnih obveznica budući da prinosi do dospelja državnih obveznica predstavljaju u svakoj državi univerzalni orijentir visine kamatnih stopa.



**Graf 7: Kretanje referentnih kamatnih stopa u Hrvatskoj i euro području za vrijeme krize**

Izvor: Izrada autora

**-saldo vanjskotrgovinske bilance** –iako vanjskotrgovinsku razmjenu hrvatskog gospodarstva dugi niz godina karakterizira kronični deficit, pretpostavka je da saldo vanjskotrgovinske bilance nije značajnije utjecao na porast inozemnog duga Republike Hrvatske za vrijeme krize. Naime, recesijom je došlo do smanjenja potrošnje što je dovelo i do smanjenja uvoza, dok je istovremeno došlo do blagog povećanja izvoza. Tako je kriza imala pozitivan efekt na vanjskotrgovinsku bilancu i time nije utjecala na porast inozemne zaduženosti.

#### 4.3. Model višestruke regresije inozemnog duga od 2008.-2014.g

Prethodno definirane varijable potrebno je matematički formulirati te utvrditi kvantitativne odnose između njih pomoću ekonometrijskog modela. U svrhu dokazivanja ili opovrgavanja postavljenih hipoteza u nastavku će biti izvršena analiza višestruke regresije pomoću programskog paketa SPSS24. U modelu će se koristiti *Backward elimination* metoda. Kod ove metode u početni model se uključuju sve regresorske varijable te se postepeno određene varijable isključuju iz modela. Postoje dva kriterija za izlazak varijable iz modela, a to su:

vrijednost F-omjera manja ili jednaka 2.71, i empirijska signifikantnost testa veća ili jednaka 0.10.<sup>70</sup>

Iz *Tablice 16* može se uočiti da je varijabla *saldo vanjskotrgovinske razmjene* zadovoljila kriterij izlaska iz modela, stoga se konačni regresijski model sastoji od preostalih varijabli: *deficit državnog proračuna, Euro/HRK devizni tečaj i kamatni diferencijal*.

**Tablica 16: Postupak Backward metode izbora regresorskih varijabli<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	deficit državnog proračuna, Euro/HRK devizni tečaj(kraj razdoblja), saldo vanjskotrgovinske bilance, kamatni diferencijal, <sup>b</sup>		Enter
2		Saldo vanjskotrgovinske bilance	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
a) Dependent Variable: bruto inozemni dug			
b) All requested Variables entered			

Izvor: Izračun autora

U *Tablici 17* izračunati su osnovni pokazatelji o ocijenjenom konačnom višestrukom regresijskom modelu. Vrijednost koeficijenta multiple korelacije (R) iznosi 0,924 i pokazuje jaku i pozitivnu vezu između varijabli modela.

Vrijednost koeficijenta determinacije ( $R^2$ ) iznosi 0,854, što znači da je 85,4% vrijednosti sume kvadrata odstupanja od aritmetičke sredine protumačeno ovim regresijskim modelom.

Vrijednost korigiranog koeficijenta determinacije ( $\bar{R}^2$ ) iznosi 0,836% znači da je 83,6% sume kvadrata odstupanja od aritmetičke sredine protumačeno ovim regresijskim modelom, korigirano za stupnjeve slobode.

<sup>70</sup> JURUN, E.: Kvantitativne metode u ekonomiji (2007) str.17

Standardna greška ocjenjene regresije iznosi 15,06720, te pokazuje da prosječno odstupanje opaženih od očekivanih vrijednosti bruto inozemnog duga (u milijunima eura) iznosi 15,06720 milijuna eura (apsolutno izraženo).

**Tablica 17: Osnovni podaci o ocijenjenom modelu<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin - Watson	Change Statistics				
						R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
2	,924 <sup>a</sup>	,854	,836	15,06720	1,280	-,002	,250	1	23	,622
a) Predictors: (Constant), Deficit državnog proračuna, Euro/HRK devizni tečaj, Kamatni diferencijal										
b) Dependent Variable: Bruto inozemni dug										

Izvor: Obrada autora

Kako bi se utvrdilo je li model u cjelini statistički značajan potrebno je izvršiti analizu varijance. U tablici ANOVA nalaze se podaci o protumačenim, neprotumačenim i ukupnim odstupanjima ocijenjenih modela, te vrijednosti F-testa s empirijskom signifikantnosti. Na temelju F vrijednosti 46,758 može se donijeti zaključak da je model u cjelini statistički značajan. Zaključak je donesen pri razini signifikantnosti od 0,000.

**Tablica 18: Tablica ANOVA ocijenjenog regresijskog modela<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2	Regression	31845,045	3	10615,015	46,758	,000 <sup>a</sup>
	Residual	5448,494	24	227,021		
	Total	37293,539	27			
a) Predictors: (Constant), Deficit državnog proračuna, Euro/HRK devizni tečaj, Kamatni diferencijal						
b) Dependent Variable: Bruto inozemni dug						

Izvor: Obrada autora

Da bi odabrani statistički model bio dobar te efikasno i nepristrano procijenio vrijednosti parametara uz nezavisne varijable nužno je da u modelu ne postoje problemi autokorelacije, multikolinearnosti i heteroskedastičnosti.

Postoji li u navedenom modelu problem autokorelacije možemo utvrditi pomoću “Durbin-Watsonovog” testa. U tu svrhu obično se provodi jednosmjerni test autokorelacije prvog reda testirajući hipoteze:<sup>71</sup>

$$H_0 : \dots \rho = 0 \qquad H_0 : \dots \rho = 0$$

$$H_1 : \dots \rho > 0 \qquad H_1 : \dots \rho < 0$$

Ako je  $\rho > 0$  postoji pozitivna autokorelacija, što znači da su uzastopni reziduali približno jednaki te je tada empirijska DW testovna veličina jako mala ( $0 \leq d \leq 2$ ). Ako je  $\rho < 0$  postoji negativna autokorelacija. U tom slučaju uzastopni reziduali su značajno različiti i DW test veličina je velika ( $2 \leq d \leq 4$ ).

Durbin-Watsonov pokazatelj iznosi 1,280, što upućuje na postojanje pozitivne autokorelacije. Međutim ocjenjivanje ekonometrijskog modela na temelju stvarnih ekonomskih podataka vremenskih nizova često je popraćeno pozitivnom autokorelacijom. Ipak to presudno ne narušava valjanost rezultata ekonometrijskog modeliranja ako se dokaže nenazočnost problema multikolinearnosti i heteroskedastičnosti.

Multikolineanost u modelu testira se VIF i Tolerance pokazateljima koji imaju recipročne vrijednosti. Da u modelu nema problema multikolinearnosti možemo ustanoviti ukoliko je Tolerance vrijednost veća od 0,2; odnosno VIF vrijednost manja od 5. Iz *Tablice 19* se može uočiti da su sve vrijednosti Tolerance veće od 0,20 iz čega se zaključuje da ne postoji problem multikolinearnosti u procijenjenom modelu.

---

<sup>71</sup> JURUN, E.: Kvantitativne metode u ekonomiji (2007) str. 26

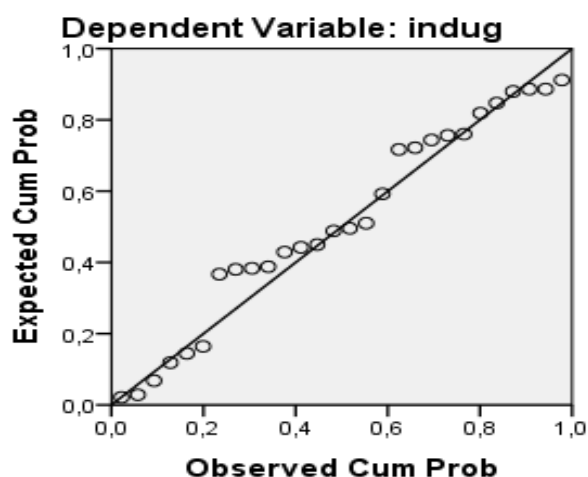
**Tablica 19: Kolinearna statistika ocijenjenog modela<sup>a</sup>**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
2		
(Constant)		
deficit državnog proračuna	,766	1,306
kamatni diferencijal	,937	1,067
HRK/EUR devizni tečaj	,739	1,354
a. Dependent Variable: Bruto inozemni dug		

Izvor: Obrada autora

Budući da smo ustanovili da u postavljenom modelu ne postoji problem multikolinearnosti, potrebno je ispitati pojavljuje se li se problem heteroskedastičnosti. Kako bi provjerili jesu li reziduali normalno distribuirani i nezavisni o regresorskim varijablama mogu se koristiti grafičke metode. Na *Grafu 8* su prikazane vrijednosti opaženih i očekivanih vrijednosti kada bi reziduali bili normalno distribuirani. Može se uočiti kako reziduali slijede normalnu distribuciju što znači da u modelu ne postoji problem heteroskedastičnosti varijance reziduala.

Dakle, procijenjeni model ima nepristrane, konzistentne i efikasne parametre.

**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual****Graf 8: Graf normalno distribuiranih reziduala**

Izvor: Obrada autora

**Tablica 20: Ocijenjeni linearni regresijski model<sup>a</sup>**

Model 2	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-348,655	107,412		-3,246	,003
deficit državnog proračuna	13,992	2,326	,536	6,015	,000
HRK/EUR devizni tečaj	83,282	13,981	,541	5,957	,000
Kamatni diferencijal	7,923	3,383	,189	2,342	,028
a) Dependent Variable: Bruto inozemni dug					

Izvor: Obrada autora

Prema podacima iz *Tablice 20* formira se analitički izraz procijenjenog modela:

$$\hat{y}_i = -348,655 + 13,992 * X_{i1} + 83,282 * X_{i2} + 7,923 * X_{i3}$$

$X_{i1}$  - deficit državnog proračuna

$X_{i2}$  - realni efektivni tečaj kune

$X_{i3}$  – kamatni diferencijal

Vrijednost parametra  $\beta_1$  uz varijablu deficit državnog proračuna znači da se svakim povećanjem deficita državnog proračuna za 1 postotni poen očekuje povećanje bruto inozemnog duga u prosjeku za 13,992 postotna poena uz pretpostavku c.p..

Vrijednost parametra  $\beta_2$  uz varijablu realni efektivni tečaj kune znači da će se očekivana vrijednost bruto inozemnog duga u prosjeku povećati za 83,282 postotnih poena ukoliko odnos kune prema euru poraste za jednu jedinicu (dakle, kuna deprecira).

Kamatni diferencijal statistički značajno utječe na kretanje bruto inozemnog duga, odnosno porastom razlike u kamatnim stopama za 1 postotni poen može se očekivati porast bruto inozemnog duga za 7,923 postotna poena, uz pretpostavku c.p.

Kako bi se dokazale postavljene hipoteze potrebno je utvrditi kakav je utjecaj imala određena varijabla na kretanje inozemnog duga za vrijeme krize. Relativni utjecaja pojedine nezavisne varijable na bruto inozemni dug iščitava se iz standardiziranih beta vrijednosti. U tu svrhu analizirati će se standardizirani regresijski parametri iz *Tablice 20*.

Standardizirani oblik ovog modela glasi:

$$\hat{y}_i = 0,536X_1 + 0,541X_2 + 0,189X_3$$

Iz standardiziranog oblika može se zaključiti da se najveći standardizirani koeficijent nalazi uz varijablu *realni efektivni tečaj kune prema euru*, što znači da je ista najviše utjecala na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize. Dakle, vrijednost 0,541 znači da je deprecijacijom (porastom) efektivnog tečaja kune prema euru za jednu standardnu devijaciju došlo do povećanja bruto inozemnog duga u prosjeku za 0,541 standardnih devijacija.

#### **Osvrt na hipoteze**

**H<sub>2</sub>: Deficit državnog proračuna ima najznačajniji utjecaj na promjenu bruto inozemnog duga za vrijeme krize**

**H<sub>3</sub>: Realni efektivni tečaj kune i kamatni diferencijal su značajno utjecali na varijabilitet inozemnog duga za vrijeme krize**

**H<sub>4</sub>: Saldo vanjskotrgovinske razmjene nije značajno utjecao na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize**

**Hipotezu H<sub>2</sub> ne može prihvatiti**, jer iz standardiziranog regresijskog modela zaključujemo da je najveći utjecaj na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize imala varijabla *realni efektivni tečaj kune prema euru*.

**Hipoteza H<sub>3</sub> se prihvaća** jer su varijable *realni efektivni tečaj kune* i *kamatni diferencijal* u navedenom modelu statistički značajne.

**Hipoteza H<sub>4</sub> se prihvaća** jer je varijabla *saldo vanjskotrgovinske razmjene* korištenjem *Backward metode* isključena iz modela kao nesignifikantna varijabla.

## 5. ZAKLJUČAK

Hrvatska, kao i većina tranzicijskih zemalja, u nedostatku domaće štednje gospodarski rast je temeljila na inozemnoj zaduženosti. Međutim, „beskonceptijsko“ stanje hrvatskog gospodarstva dovelo je to toga da se zaduživanje u inozemstvu od početka vodilo bez pretjerane brige o budućem servisiranju tog duga. To je vidljivo iz same strukture potrošnje sredstava pribavljenih inozemnim zaduživanjem. Naime, sredstva su u najvećoj mjeri usmjerena za tekuću potrošnju, bilo javnu ili osobnu, dok se pri tom zanemarivalo ulaganje u proizvodne djelatnosti. Stimulirajući potrošnju, aktivna razvojna politika htjela je potaknuti domaću proizvodnju, ali u tome nije uspjela. Štoviše, došlo je do povećanja uvoza i stagniranja izvoza što je dovelo do neravnoteže u platnoj bilanci, te posljedično i gomilanju inozemnog duga. Udio bruto inozemnog duga u BDP-u se kontinuirano povećavao što je negativno utjecalo na održivost duga, ali i stvorilo velike rizike izloženosti zemlje eksternim utjecajima. Tako je globalna ekonomska kriza iz 2008. godine snažno utjecala na kretanja u domaćoj ekonomiji. Uslijedile su godine izostanka ekonomskog rasta uz istovremeno povećanje inozemne zaduženosti, čime je dovedena u pitanje održivost inozemnog duga.

Jedan od ciljeva ovog rada bio je analizirati održivost inozemnog duga Hrvatske u periodu od 2000. do 2014. godine. Time je u analizu uključeno razdoblje gospodarskog rasta zemlje, kao i razdoblje recesije. Rezultati provedene analize održivosti inozemnog duga pokazuju da Hrvatska bilježi trend pogoršanja ključnih pokazatelja iz godine u godinu, dok je za vrijeme krize došlo do eskalacije negativnih kretanja. Budući da su 2008. godine određeni pokazatelji inozemne zaduženosti premašili svoje kritične vrijednosti, Republika Hrvatska je službeno, prema klasifikaciji Svjetske banke postala visoko zadužena zemlja. Potrebno je istaknuti da je 2009. godine vrijednost bruto inozemnog duga nadmašila vrijednost BDP-a o čemu svjedoči vrijednost pokazatelja TED/Y koji prelazi razinu od 100%. Gospodarska kriza negativno je utjecala i na udio vanjskog duga u izvozu roba i usluga TED/E uz izrazito pogoršanje pokazatelja 2009. godine kada je iznosio 293,58%. Uzimajući u obzir cjelokupnu makroekonomska politika, visoke stope rasta inozemnog duga te dugo razdoblje krize koje su obilježile negativne stopa rasta gospodarstva, može se zaključiti da inozemni dug Hrvatske nije dugoročno održiv.

Osim analize održivosti inozemnog duga, u ovom radu se promatrao i utjecaj odabranih determinanti na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize. Pri tom su se analizirale



determinante koje uvelike utječu na održivost inozemnog duga zemlje: deficit državnog proračuna, saldo vanjskotrgovinske bilance, realni efektivni tečaj kune prema euru te kamatni diferencijal. Ovim modelom se htjelo istražiti doprinos pojedine determinante na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize. Pri tome je postavljena hipoteza da je deficit državnog proračuna najznačajnije utjecao na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize, što se pokazalo neistinitim, čime je ova hipoteza opovrgnuta. Naime, prema postavljenom modelu, najznačajnija determinanta je realni efektivni tečaj kune prema euru. Prema tome, deprecijacija kune snažno je utjecala na skuplju otplatu i povećanje ukupne vrijednosti bruto inozemnog duga. Svrha sljedeća hipoteza bila je ispitati značajnost determinante kamatni diferencijal na kretanje bruto inozemnog duga čime je potvrđeno da je razlika između referentnih kamatnih stopa u Hrvatskoj i eurozoni značajno utjecala na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize. I posljednja hipoteza se odnosila na pretpostavku da saldo vanjskotrgovinske bilance nije značajnije utjecao na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize, što je i potvrđeno ovim modelom.

Cilj ovog istraživanja bio je pružiti detaljniju analizu inozemne zaduženosti Hrvatske, ukazati na najbitnije faktore koji su utjecali na porast zaduženosti kao i na posljedice koje može uzrokovati neracionalno ponašanje i neodgovorno vođena politika upravljanja inozemnim dugom. Negativni trendovi koji su obilježili razdoblje od 2009. do 2014. u hrvatskom gospodarstvu posljedica su eksternog šoka, ali i odraz dubokih strukturnih problema hrvatskog gospodarstva koji se godinama gomilaju. Dugotrajnost i posljedice koje je za sobom ostavila recesija govore o kvaliteti institucija te su pokazale pravo lice gospodarstva zemlje, kao i neprikladnog modela rasta. Danas je Hrvatska visoko zadužena zemlja s velikim razvojnim potrebama, ali budući da porast inozemnog duga ne prati porast BDP-a dolazi se u situaciju da se sve više opterećuje gospodarstvo. Stoga je potrebno što prije reagirati promjenom strategije koja se temelji na realnim i dugoročnim ciljevima u svrhu popravljivanja trenutnog stanja zaduženosti, ali i ukupne makroekonomske slike zemlje.

## POPIS LITERATURE:

1. AHEC-ŠONJE, A. et al.: Ekspanzija kredita i potrošnje, Privredna kretanja i ekonomska politika Vol.13. No.94 (2003) str.13
2. ANDRIJEVIĆ- MATOVAC, V.,JOŠIĆ, H.: Održivost vanjskog duga Republike Hrvatske , Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu(2010)
3. ANUŠIĆ,Z.,ROHATINSKI,Ž.,ŠONJE,V. Put u nisku inflaciju 1993.-1994. (1995) Zagreb
4. Babić M., Makroekonomija, sedmo izdanje, Narodne Novine, Zagreb, 1993.
5. Babić M., „Od dezinflacije u zaduženost – Hrvatska privreda 1994. – 2004.“, Binoza press, Zagreb, 2006.
6. Babić, A. : "Vanjska zaduženost i pokazatelji zaduženosti republike hrvatske 1994-96 Privredna kretanja i ekonomska politika", Vol.7 No.61, 1997.g.
7. BOKAN, N. et al: Utjecaj financijske krize i reakcije monetarne politike u Hrvatskoj (2010), Publikacija HNB-a
8. BUTERIN, D., BLEČIĆ, M.:Učinci izravnih stranih ulaganja u Hrvatsku ,Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 1 (2013)
9. ČEH, A.M. et al: Model neravnoteže na tržištu kredita i razdoblje kreditnog sloma, Publikacija HNB-a (2011)
10. DOMAZET, T:(Pre)zaduženost- prepreka održivom razvoju EKONOMIJA 14(2) (2008)
11. DRUŽIĆ, G. Polazišta, ciljevi i mogući smjerovi razvitka hrvatskog gospodarstva, Ekonomski pregled (2003)
12. DUMIČIĆ, M., KRZNAR, I.: Financijski uvjeti i gospodarska aktivnost, Publikacija Hrvatske narodne banke (2013)
13. Dujšin, U., Vedriš, M., Šimić, R.: „Vanjski dug: Posljedica prethodne politike i mogući uzrok usporavanja budućeg razvoja“, časopis „Ekonomija“, god. 14., br. 2.
14. Galinec D., Financiranje i granice održivosti deficita tekućeg računa platne bilance Republike Hrvatske, doktorska dizertacija, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, 2007.
15. EUROSTAT Review on national accounts and macroeconomic indicators, Special issue on the implementation oft he European System of accounts (ESA 2010)

Dostupno na: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/6391869/KS-GP-13-002-EN-N.pdf/b311952d-ff3c-497b-a468-036641a5c3e7>

16. Hrvatska narodna banka (2006.): Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske. Zagreb. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121519/h-analizainozemne-zaduzenosti-rh.pdf/b53989dc-e115-4523-8ee3-7f6975b62bff>
17. Hrvatska narodna banka (2015) polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike, Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/261418/h-polugodisnja-informacija%20polugodiste2015.pdf/2d25828e-7133-4d84-8f1e-2d0a2de6e58d>
18. International monetary fund (2014.) External debt statistic. Guide for compilers and users. Washington D.C. Dostupno na: <http://www.tffs.org/pdf/edsg/ft2014.pdf>.
19. JOŠIĆ, H. Dinamička analiza održivosti vanjskog duga Republike Hrvatske, (2011) Doktorska disertacija
20. Jurčić, Lj., Jošić, H., Jošić, M. : Empirijska analiza inozemnog duga Hrvatske: pristup korištenjem VAR modela, časopis Ekonomski pregled, god. 63, br. 5-6, Zagreb, 2012.g.
21. JURUN, E.: Kvantitativne metode u ekonomiji, (2007)
22. Krtalić S., Benazić, M. : Inozemni dug Hrvatske: IMA LI IZLAZA?, časopis "Ekonomija", god. 14, br.2, Zagreb, 2008. g.
23. LJUBAJ, I., Ocjena utjecaja monetarne politike na kredite stanovništvu i poduzećima: FAVEC pristup (2012) str. 2
24. MERVAR, A., NESTIĆ, D. Makroekonomska politika i gospodarski rast u Hrvatskoj: stanje i perspektive (1999) br.73,
25. Mihaljek, D. : "Analiza održivosti javnog i vanjskog duga hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja" , Privredna kretanja i ekonomska politika, Vol.13 No.97, 2004.g.
26. Novak, I. : Analiza inozemnog duga RH modelom višestruke linearne regresije, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Zagreb, 2008.g
27. Novotny, D. : „Javni i vanjski dug RH: utjecaj na ekonomski rast, stvaranje novih ekonomskih struktura i održivo upravljanje“, Pregledni rad (2008)
28. Rozga, A. (2003.): Statistika za ekonomiste, Split: Ekonomski fakultet.
29. Smilaj, D.: Javni dug i gospodarski razvoj Ekonomija 11(2) ( 2004)

30. ŠKARE, M., ŠKRTIĆ, D.: Može li aktualna fiskalna politika potaknuti gospodarski rast u Hrvatskoj? (2002)
31. ŠVALJEK, S., ANDABAKA BADURINA, A.: Upravljanje javnim dugom prije, tijekom i nakon krize (Zbornik radova s konferencije) (2011)
32. Strategija za ekonomski rast kroz europske integracije, Ekonomski memorandum za Hrvatsku (2003) Dostupno na:  
<http://siteresources.worldbank.org/INTCROATIA/Resources/EMHsve2.pdf>
33. VEDRIŠ, M. et al. Vanjski dug: posljedice prethodne politike i mogući uzrok usporavanja budućeg razvoja, Ekonomija 14 (1) (2007)
34. VOJNIĆ, D. Ekonomska znanost i ekonomska politika u povijesnoj retrospektivi i aktualnom trenutku Ekonomija 14 (1) (2007)

## POPIS GRAFIKONA I TABLICA

<b>Grafikon 1:</b> Korištenje inozemnim kreditima, u milijunima USD.....	20
<b>Grafikon 2 :</b> Struktura BDP-a Republike Hrvatske (1995.-1998.).....	26
<b>Grafikon 3:</b> Kretanje kredita banaka stanovništvu i poduzećima u Hrvatskoj (godišnje stope rasta).....	32
<b>Grafikon 4:</b> Struktura izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku u razdoblju od 1993.-2008. prema sektorima.....	34
<b>Grafikon 5:</b> Kretanje makroekonomskih pokazatelja hrvatskog gospodarstva od 2000.-2014. (u % od BDP-a).....	36
<b>Grafikon 6:</b> kretanje deviznog tečaja EUR/HRK i inflatornog diferencijala u razdoblju od 2005. do 2014. Godine.....	55
<b>Graf 7:</b> Kretanje referentnih kamatnih stopa u Hrvatskoj i euro području za vrijeme krize..	56
<b>Graf 8:</b> Graf normalno distribuiranih reziduala .....	60
 <b>Tablica 1.</b> Klasifikacija zemalja prema stupnju inozemne zaduženosti .....	14
<b>Tablica 2:</b> Stanje inozemnog duga SFRJ po republikama na dan 30. rujna 1991, 8mil.USD).	19
<b>Tablica 3:</b> Gospodarska kretanja u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 1990. do 1999.g....	22

<b>Tablica 4:</b> Dug središnje države zbog sanacije banaka(u milijunima dolara).....	25
<b>Tablica5:</b> Kretanje osnovnih makroekonomskih pokazatelja u razdoblju od 2000.-2007.g...28	
<b>Tablica 6:</b> Stanje i struktura bruto inozemnog duga RH prema domaćim sektorima (2000.-2007.godine).....	29
<b>Tablica 7:</b> Javni dug RH u razdoblju od 2002.-2006.....	31
<b>Tablica 8:</b> Kretanje osnovnih makroekonomskih pokazatelja od 2008.-2014. godine.....	36
<b>Tablica 9:</b> Stanje i struktura bruto inozemnog duga RH prema domaćim sektorima (2008.-2014.godine).....	37
<b>Tablica10:</b> Iznos domaćeg i inozemnog javnog duga Republike Hrvatske od 2008. do 2014 (u mil. kuna).....	39
<b>Tablica 11:</b> Ocjene kreditnog rejtinga Republike Hrvatske (2008.-2014).....	40
<b>Tablica 12:</b> Pokazatelji stanja bruto inozemnog duga od 2000.-2007. godine.....	41
<b>Tablica 13:</b> Pokazatelji stanja bruto inozemnog duga od 2008.-2014. godine.....	43
<b>Tablica 14:</b> Pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga u razdoblju od 2000.-2007. godine....	45
<b>Tablica 15:</b> Pokazatelji tijeka bruto inozemnog duga u razdoblju od 2008.-2014. godine ....	47
<b>Tablica 16:</b> Postupak Backward metode izbora regresorskih varijabli.....	57
<b>Tablica 17:</b> Osnovni podaci o ocijenjenom modelu.....	58
<b>Tablica 18:</b> Tablica ANOVA ocijenjenog regresijskog modela.....	58
<b>Tablica 19:</b> Kolinearna statistika ocijenjenog modela.....	60
<b>Tablica 20:</b> Ocijenjeni linearni regresijski model.....	61

## SAŽETAK

U Hrvatskoj je prisutan trend kontinuiranog povećanja inozemnog duga. Problem inozemne zaduženosti kulminirao je za vrijeme globalne ekonomske krize kada je vrijednost inozemnog duga premašila vrijednost BDP-a. Cilj ovog rada bio je objasniti uzroke prevelike zaduženosti te ukazati na problem održivosti inozemnog duga zemlje. Uz to, analiziran je utjecaj determinanti, koje uvelike utječu na održivost duga, na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize. Na temelju analize pokazatelja zaduženosti evidentno je da je Hrvatska za vrijeme krize ušla u skupinu visoko zaduženih zemalja s trendom pogoršanja pokazatelja, što dovodi u pitanje održivost inozemnog duga zemlje. Uz to, istraživanje je pokazalo da je najveći utjecaj na kretanje bruto inozemnog duga za vrijeme krize imala determinanta efektivni tečaj kune prema euru. Naime, u visokoeuriziranoj zemlji kao što je Hrvatska deprecijacija tečaja uvelike je utjecala na skuplju otplatu i povećanje ukupne vrijednosti duga.

**Ključne riječi:** inozemni dug, ekonomska neravnoteža, pokazatelji zaduženosti, determinante inozemne zaduženosti

## SUMMARY

There is a trend of continuous increase in external debt present in Croatia. The problem of external indebtedness culminated during the global economic crisis when the value of foreign debt exceeded the value of GDP. The aim of this study was to explain the causes of over-indebtedness and to point to the problem of external debt sustainability of the country. In addition, the impact of determinants was analyzed, which greatly affects the sustainability of the debt, the movement of the gross external debt during the crisis. Based on the analysis of indicators of indebtedness, it is evident that Croatia during the crisis entered the group of highly indebted countries with deterioration trend indicators, which leads to the question of sustainability of the external debt of the country. In addition, the research has shown that the greatest influence on the gross external debt during the crisis had a determinant of effective exchange rate against the euro. Specifically, in highly, euro-leaning country like Croatia, depreciation rate greatly influenced the more expensive repayment and enlargement of the total value of the debt.

**Keywords:** foreign debt, economic imbalances, debt indicators, determinants of external debt

